

Louvain School of Management

Impacts de la due diligence dans un  
processus d'acquisition

Auteur : Vandyck Joeri

Promoteur : Collin Victor

Année académique 2024-2025

Mémoire en vue d'obtenir le titre de Master

Intitulé du master et de la finalité : Master en Sciences de gestion,  
finalité approfondie avec option révisorat et expertise comptable

Horaire de jour

## 0. Préface

### **0.1. Motivations :**

Ce mémoire est le fruit de mon master et la dernière pierre de l'édifice de mon parcours académique. Il me permet de conclure et de tourner la page sur des années riches en expériences et en apprentissages au sein de l'université.

### **0.2. Remerciements :**

Je souhaite remercier ma fiancée qui m'a été d'un grand soutien lors de l'écriture de cette thèse, m'aidant à maintenir le cap et à garder ma motivation par ses encouragements. Son amour et sa compréhension m'ont été précieux. Ma famille aussi, sans qui je n'aurais pas pris l'initiative de faire des études et qui m'a soutenu elle aussi tout au long de mon parcours académique et soutenant mes choix. Merci à mes amis, qui m'ont soutenu, ont relu ma thèse et qui m'ont partagé de précieux conseils.

Aussi, je tiens à remercier mon promoteur : Monsieur Collin qui a été disponible pour m'aiguiller au cours de ma thèse et qui m'a prodigué de précieux conseils au long de ce projet.

Enfin, je tiens à remercier toutes les personnes qui ont accepté de participer à mes interviews et d'y partager leurs connaissances et leur expérience. C'est-à-dire M. Thoma, M. Serghini, M. Peffer et M. Marchal.

<u>Table des matières</u>
---------------------------

0. Préface .....	II
0.1. Motivations : .....	II
0.2. Remerciements : .....	II
Table des matières .....	III
1. Introduction .....	1
2. Définitions .....	3
2.1. Passif : .....	3
2.2. Actif : .....	3
2.3. Immobilisations : .....	3
2.3.1. Immobilisations corporelles : .....	3
2.3.2. Immobilisations incorporelles : .....	3
2.4. Due diligence : .....	4
2.4.1. Différents points de vue : .....	4
2.4.2. ISRS 4400 .....	5
2.4.3. Obligation de moyen ou de résultats ? .....	6
2.4.4. Un processus multifacette .....	6
2.5. M&A : .....	7
2.5.1. M pour Mergers : .....	7
2.5.2. A pour Acquisitions : .....	7
3. Revue scientifique : .....	9
3.1. Une importante fréquence des M&A's : .....	9
3.2. Pourquoi acquérir des participations ou fusionner ? .....	9
3.3. Les échecs des M&A : .....	10
3.3.1. AOL Time Warner : .....	10
3.3.2. HP   Autonomy : .....	11
3.3.3. Daimler Benz   Chrysler : .....	11
3.3.4. Caterpillar-Siwei: .....	12
3.4. Due diligence, oui, mais pourquoi ? .....	12
3.5. Quels sont les objectifs de la due diligence : .....	12
3.6. Que peut inclure une Due Diligence ? .....	13
3.7. Conséquences de la due diligence : .....	15
3.7.1. L'absence de due diligence peut mener l'acheteur à payer un prix excessif : .	15

3.7.2.	La due diligence limite l'asymétrie de l'information :.....	15
3.7.3.	La due diligence diminue le taux d'échec des opérations de M&A :.....	15
3.7.4.	La due diligence permet de limiter le risque financier.....	16
3.7.5.	La due diligence permet de rassurer les investisseurs.....	16
3.8.	Hypothèses : .....	17
3.9.	Déroulement d'une due diligence : .....	17
3.9.1.	La durée de la due diligence est variable : .....	17
3.9.2.	La naissance du besoin :.....	17
3.9.3.	La revue des états financiers : .....	18
3.9.4.	La revue fiscale : .....	19
3.9.5.	La revue légale : .....	20
3.9.6.	L'IP due diligence : .....	20
3.9.7.	La revue sociale :.....	20
3.9.8.	La revue environnementale :.....	21
4.	Partie pratique .....	22
4.1.	Mode opératoire .....	22
4.1.1.	Le panel :.....	22
4.2.	Collecte de données.....	24
4.2.1.	La due diligence permet de limiter l'asymétrie de l'information lors d'un processus d'acquisition. ....	24
4.2.2.	La due diligence permet de payer le juste prix pour une acquisition. ....	25
4.2.3.	La due diligence permet de connaitre en détail l'entreprise cible lors d'un processus d'acquisition. ....	27
4.2.4.	La due diligence permet d'éviter les échecs post- M&A.....	28
4.2.5.	La due diligence permet de limiter les risques de vices cachés lors d'un processus d'acquisition. ....	30
4.2.6.	La due diligence permet de rassurer les organismes bancaires ou les investisseurs privés lors d'un processus d'acquisition .....	30
4.3.	Éléments supplémentaires :.....	31
4.3.1.	Difficultés particulières lors d'un processus de due diligence :.....	31
4.3.2.	Limitation sur le volet social :.....	32
4.3.3.	Valeur boursière comme indicateur de la valeur intrinsèque :.....	32
4.3.4.	Comment la présence de comptes audités influe sur la méthodologie des praticiens dans le volet de la revue financière ? .....	33

4.3.5.	Autres impacts de la due diligence:.....	33
4.3.6.	Quels sont les volets de la due diligence en pratique ? : .....	34
5.	Conclusion.....	35
5.1.	Rappel des objectifs : .....	35
5.2.	Synthèse des résultats :.....	35
5.2.1.	Impacts de la due diligence avérés :.....	35
5.2.2.	Limites de la due diligence : .....	36
5.3.	Limites de l'étude :.....	36
5.4.	Perspectives pour des recherches futures :.....	37
6.	Bibliographie.....	38
7.	Annexes.....	42
7.1.	Illustrations :.....	42
7.1.1.	Figure 1 Nombre de M&A semestriel.....	42
7.1.2.	Figure 2 Nombre de M&A au premier semestre de chaque année (2019-2024)	42
7.2.	Tableaux :.....	43
7.2.1.	Tableau 1 : Synthèse des principaux volets d'une due diligence (IRE).....	43
7.2.2.	Tableau 2 Différences entre audit et due diligence financière .....	44
7.3.	Verbatims des interviews : .....	44
7.3.1.	Interview avec Éric Marchal : Entrepreneur ayant acheté une entreprise : Verbatim (10/12/24).....	44
7.3.2.	Retranscription Interview avec M. Peffer : Expert-comptable certifié. ....	53
7.3.3.	Interview avec Mr Abdel Serghini : réviseur d'entreprises. ....	60
7.3.4.	Interview avec Renaud Thoma : Acteur dans les fusions — acquisitions .....	78

## 1. Introduction

L'environnement économique est en constante évolution. Cela mène le monde des entreprises à évoluer rapidement pour s'y adapter. Des entreprises naissent, meurent, fusionnent ou sont acquises par d'autres. Chaque année, le nombre d'acquisitions d'entreprises est plus important (PWC). Nous vivons dans l'ère ou des groupes massifs nationaux, ou internationaux tels que les GAFAM atteignent des capitalisations boursières équivalentes au PIB de certains pays. Par exemple, Apple, première capitalisation boursière au moment d'écrire ces lignes, atteint 3300 M\$ (l'Écho, 2024) tandis que le PIB belge est de 584,7 M€ en 2023. (Gouvernement belge, 2024) Pour ce faire, ces groupes acquièrent toujours plus d'entreprises pour des raisons diverses, mais nous pouvons citer notamment le rachat de compétences, technologies, clientèle, usines ou encore pour contrôler d'une certaine manière la concurrence.

Les opérations de fusions-acquisitions, aussi appelées « M&A », ne sont néanmoins pas exemptes de risque d'échec. D'ailleurs, la littérature estime quelque part entre 70 % et 90 % le taux d'échec de telles opérations. (Graham, K., 2020.) Les échecs peuvent survenir à différents moments, que ce soit en phase de négociations, ou lors de celles-ci, ou bien encore à la suite de la clôture de l'opération.

On peut se demander comment réduire ce risque d'échec et pour cela, les spécialistes en M&A ont d'ores et déjà la réponse : la due diligence. Celle-ci est connue du monde des spécialistes, mais demeure néanmoins plus mystérieuse pour le public. Et quand la question « À quoi ça sert au juste ? » est posée, les réponses peuvent diverger. De simple outil de négociation des prix supplémentaire, à une revue complète et détaillée de chaque volet de l'entreprise, tant sur le passé, le présent et le futur, celle-ci varie. Ce questionnement quant à la due diligence nous a mené à notre question de recherche : « Quels sont les impacts de la due diligence dans un processus d'acquisition ? ».

Le but de ce mémoire est d'expliquer ce qu'est une due diligence, comprendre les objectifs ainsi que le déroulement de celle-ci et de répondre à notre question de recherche tout en rendant l'information claire et compréhensible à tout lecteur normalement informé.

Dans un premier temps, nous réaliserons une revue de littérature afin de faire le point sur l'état des connaissances actuelles concernant notre sujet d'étude, en tirer une synthèse, ainsi qu'afin de nous permettre d'émettre des hypothèses pour répondre à notre question de recherche.

Dans un second temps, afin de tester nos hypothèses, nous avons fait le choix de procéder à des interviews semi-directifs de différents professionnels ayant participé en tant que praticien ou en tant que client de due diligence. Nous pouvons citer notamment l'interview de Mr Serge Peffer, professionnel des opérations de fusions-acquisitions avec une cinquantaine de due diligences à son compteur et un esprit pédagogique. Ou encore monsieur Serghini, réviseur d'entreprise avec une longue expérience de 20 ans dans les due diligences. Au total, 4 interviews de profils différents ont été effectués. Tous ces interviewés se révèlent être une réelle plus-value pour notre recherche.

Par la suite, nous nous attèlerons à utiliser les éléments récoltés durant ces interviews afin de mettre à l'épreuve nos hypothèses, en concluant sur celles-ci et en nuancant nos propos. De plus, ces interviews nous ont permis de récolter des informations supplémentaires que nous avons intégrées dans notre travail pour enrichir notre analyse.

Pour finir, nous clôturerons ce mémoire par nos conclusions, les limitations que nous avons rencontrées au cours de notre recherche et les pistes à exploiter pour des recherches futures. Nous espérons que ce travail vous apportera un éclairage utile et enrichissant sur le sujet traité.

## 2. Définitions

Pour commencer, il est nécessaire d'établir quelques définitions de mots et d'abréviations qui reviendront régulièrement.

### 2.1. Passif :

« Obligation présente de l'entreprise qui résulte d'événements passés, dont on s'attend à ce que le règlement résulte en une sortie de ressources économiques pour l'entreprise »<sup>1</sup> (IFRS, 2013).<sup>2</sup>

### 2.2. Actif :

« Un élément contrôlé par l'entreprise du fait d'événements passés, qui va générer des revenus futurs » (IFRS, 2013)<sup>3</sup>

### 2.3. Immobilisations :

#### 2.3.1. *Immobilisations corporelles :*

Un actif immobilisé est un actif destiné à servir de façon durable l'activité de l'entreprise. (CNC, 1986.) À titre d'exemple : un immeuble, une voiture, le matériel informatique, etc. sont des immobilisations corporelles.

#### 2.3.2. *Immobilisations incorporelles :*

L'ensemble des ressources de nature incorporelle, c'est-à-dire immatérielle, physiquement impalpable, qui sont destinées à être affectées de manière durable à l'entreprise et susceptibles de générer des revenus futurs. (CNC, 2012.) Par exemple, un brevet est une immobilisation incorporelle, tout comme les droits d'auteurs, etc.

---

<sup>1</sup> Ressources économiques pour l'entreprise : Un paiement, une sortie d'argent par exemple.

<sup>2</sup> Traduit en français par l'auteur du mémoire.

<sup>3</sup> Traduit en français par l'auteur du mémoire.

## 2.4. Due diligence :

### 2.4.1. *Différents points de vue :*

Il est selon nous sensé de commencer par définir ce que la due diligence n'est pas, avant de définir ce qu'elle est. La due diligence n'est pas un audit. Pour faire simple, un audit génère un rapport et une opinion avec une assurance, en Belgique, d'un réviseur d'entreprise ou d'un auditeur certifié dans d'autres juridictions. De plus, c'est une mission contractuelle, sans cadre réglementaire strict et dont le rapport est lui aussi, non réglementé, en opposition avec une mission d'audit. La due diligence couvre aussi bien plus d'aspects qu'un audit financier traditionnel, tels que les aspects fiscaux, environnementaux, etc. sur lesquels nous reviendrons plus tard. (ICCI, 2014.) Un tableau de Howson (2003) en [annexe 7.2.2](#) montre aussi les principales différences entre l'audit et la due diligence financière.

La due diligence peut être définie comme un état des lieux de l'entreprise avant une transaction, notamment, la vente de celle-ci. Elle peut être demandée par l'acquéreur, ou le vendeur.

Dans le cadre d'une demande faite par le vendeur, on parle de vendor due diligence ou vdd. Le rapport de vdd est rédigé par un tiers indépendant (le réviseur d'entreprises) afin de présenter une information de référence pour l'acheteur. (Mazars, 2024) Si au contraire, elle est demandée par l'acheteur, on parlera de due diligence d'acquisition ou add. (ICCI, 2014)

L'ICCI (2014) définit un type de due diligence supplémentaire appelée due diligence opérationnelle. Celle-ci doit se tenir en parallèle de la due diligence d'acquisition et permet de vérifier d'autres aspects tels que les clients, les personnes clés, la loyauté des fournisseurs, ou encore les systèmes de production. Cette définition trouve écho dans la définition de la due diligence selon Reed et al (2010) dans laquelle on retrouve l'idée que la due diligence va plus loin que la simple analyse financière et que les personnes clés peuvent avoir un impact sur le succès de la M&A.

Pour certains auteurs, dans les deux cas, elle permet d'estimer les risques principaux encourus lors de la transaction, mais aussi de fixer le prix de celle-ci. L'horizon temporel de cette mission est à la fois le passé, le présent et le futur de l'entreprise. Étant donné que c'est une mission non réglementée, il n'y a pas de format obligatoire pour l'écriture du rapport de due diligence. Le but est d'informer l'acquéreur de la manière la plus complète qui soit.

La mission, sous la tutelle du réviseur d'entreprises<sup>4</sup>, ou d'un expert-comptable certifié, nécessite souvent une équipe pluridisciplinaire, composée du réviseur d'entreprises, d'avocats spécialisés ou encore d'experts. (IRE, 2014.) Les experts peuvent être des consultants en management, des conseillers financiers, des juristes, des ingénieurs, des experts environnementaux ou d'autres professionnels dont les talents se révéleraient également nécessaires à la conduite de la due diligence. (Reed, A. et al., 2010)

D'autres auteurs (Novikov et al. 2018) définissent la due diligence comme découlant du besoin partagé entre acheteurs et vendeurs d'obtenir des informations transparentes. Ils définissent un instrument de recherche permettant une évaluation réaliste de l'entreprise, de définir les tendances de sa situation financière et de son développement commercial ainsi que permettant de recueillir les informations pouvant influencer qualitativement la prise de décision finale de la direction.

En résumé, la due diligence est une procédure : par laquelle un acquéreur potentiel évalue une entreprise cible en vue d'une acquisition (Hitt et al., 2003) permettant de réduire le risque pour l'acquéreur (Howson P., 2003) et elle permet à l'acheteur de répondre à la question « Y'a-t-il une raison pour laquelle ne pas poursuivre les négociations et conclure le deal ? » (Bloomberg Law, 2024)

#### 2.4.2. ISRS 4400<sup>5</sup>

Étant donné que la due diligence fait partie des missions connexes du réviseur d'entreprises, on peut se demander si ISRS 4400 est d'application ou non. Bien que la due diligence soit une mission connexe, il n'y a pas d'opinion d'audit à la fin de celle-ci. Dès lors, ISRS 4400 n'est pas d'application et il n'y a pas de cadre légal à proprement parler. (IFAC, 2023 et ICCI, 2014.)

Il est à noter toutefois que cet ensemble de normes peut servir d'inspiration pour la pratique d'une due diligence. Effectivement, il existe une différence entre les procédures convenues et

---

<sup>4</sup> En Belgique, la partie revue financière est souvent effectuée par un réviseur d'entreprise (ICCI 2014), mais dans d'autres juridictions, le terme de réviseur d'entreprise n'existe pas et la due diligence peut même être effectuée en interne dans certains cas. (Reed-Lajoux et al. 2010) En règle générale aux USA, l'acheteur confiera cette tâche à son équipe d'auditeurs, mais il n'y a pas de règle. (Howson, 2003)

<sup>5</sup> ISRS 4400 : International Standards on Related Services. Norme traitant des responsabilités du professionnel chargé de réaliser une mission de procédure convenue. (IFAC, 2023)

une due diligence dans l'absence d'une opinion dans la due diligence, mais aussi dans le fait qu'un audit se base sur les informations historiques, là où la due diligence ne se limite pas à l'information historique. Cependant, pour la partie convenue, cela peut servir d'inspiration (Serghini, A. 2024).<sup>6</sup>

#### 2.4.3. Obligation de moyen ou de résultats ?

Il s'agit d'une obligation de moyen et limitée à ce que contient la lettre de mission. Ce qui implique que l'exhaustivité de la mission de due diligence peut être limitée pour des raisons budgétaires ou par intérêt insuffisant. C'est la lettre de mission qui définit le travail à accomplir ainsi que les responsabilités.<sup>7</sup>

#### 2.4.4. Un processus multifacette

Au regard de ce qui a été écrit précédemment, nous comprenons que la due diligence est un processus multifacette allant plus loin que l'analyse des états financiers.

En effet, la due diligence est décomposée en différentes parties : financière, fiscale, légale, sociale, environnementale ainsi qu'une revue des immobilisations corporelles et incorporelles et leurs évaluations. (ICCI, 2014)

Sans rentrer dans les détails que nous aborderons plus tard notamment en section 3.9 concernant le déroulement de la due diligence, nous allons rapidement définir les différentes principales parties de celle-ci.

##### 2.4.4.1. Financière :

Analyse complète des états financiers, ainsi qu'évaluation des indicateurs de santé financière tels que : EBITDA<sup>8</sup>, ratio d'endettement, etc.

##### 2.4.4.2. Fiscale :

Ici, l'objectif est d'analyser tout ce qui se réfère à la fiscalité. Par exemple, l'impact fiscal de la transaction, ou l'état des dettes vis-à-vis du fisc.

---

<sup>6</sup>Référence à l'interview de M. Serghini, consultable en annexe 7.3.3.

<sup>7</sup> Conclusion tirée des interviews à la question : « Est-ce une obligation de moyens ou de résultats ? »

<sup>8</sup> EBITDA : Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization. Ceci désigne en français les revenus bruts, avant intérêts, taxes, dépréciations et amortissements.

#### 2.4.4.3. Légale :

En court, le but ici est de s'assurer de la conformité légale tant de la transaction en elle-même que de l'entreprise vis-à-vis de son environnement ainsi que d'évaluer le risque d'éventuels litiges.

#### 2.4.4.4. Sociale :

Ce volet met l'accent sur les ressources humaines. On y vérifie, par exemple, les contrats de travail des employées.

#### 2.4.4.5. Environnementale :

Le but principal est de découvrir les risques environnementaux éventuels et d'évaluer les provisions ainsi que leur évaluation.

#### 2.4.4.6. Immobilisations :

Dans ce volet, les immobilisations corporelles et incorporelles sont passées en revue. On y vérifie notamment l'existence et la valorisation de celles-ci.

## 2.5. M&A :

Comprends deux termes anglo-saxons distincts :

### 2.5.1. M pour Mergers :

Merger se traduit par fusion en français et définit le processus durant lequel deux ou de multiples entreprises fusionnent de diverses façons :

1. En créant une nouvelle entité portant une nouvelle identité.
2. En assimilant complètement là, ou les entreprises dans une seule.

### 2.5.2. A pour Acquisitions :

Acquisition, en anglais comme en français revêt la même définition qui est :

L'achat partiel (Participation) ou complet (totale) des parts d'une entreprise par une autre entreprise.

#### 2.5.2.1. On peut définir deux types principaux d'acquisitions :

Horizontale : Lorsqu'il s'agit d'une entreprise dans le même marché, exemple : un concurrent. (Pasquale De Luca, 2022)

Ou Verticale : Lorsqu'il s'agit d'une entreprise faisant partie du cycle de production de l'entreprise acquérante. (Pasquale De Luca, 2022)

Exemple : un grossiste, ou un service de livraison dans le cas d'une entreprise de vente au détail.

### 3. Revue scientifique :

Dans cette section nous réaliserons une revue de littérature dans le but de faire le point sur l'état des connaissances actuelles concernant notre sujet d'étude. Nous voulons expliquer pourquoi les M&A's font partie de la vie des entreprises et mettre en avant des échecs où la due diligence aurait pu avoir un impact plus déterminant. Ainsi qu'expliquer le déroulement et les différents volets d'une due diligence et les conséquences de celle-ci. Ensuite, nous établirons des hypothèses que nous testerons dans la [section 4](#).

#### **3.1. Une importante fréquence des M&A's :**

Les opérations de fusions et acquisitions sont monnaie courante dans le monde des entreprises. En 2023, un total d'approximativement 57 550 M&A a été effectué ([Figure 1](#)), tandis que pour le premier semestre 2024, malgré une diminution de 25 % en comparaison avec le premier semestre de 2023 ([Figure 2](#)), un total de 23 054 opérations a été enregistré. Dans le monde, chaque jour, 157 M&A ont lieu. (Chiffres de 2023.) Ceci montre la relative fréquence de celles-ci.

#### **3.2. Pourquoi acquérir des participations ou fusionner ?**

Pour reprendre une citation de Peter Levine dans un article du Times écrit par Victor Luckerson (2015), les entreprises achètent l'innovation. L'acquisition est l'un des meilleurs moyens pour une entreprise désirent augmenter son empreinte en restant compétitive. Un autre auteur dans ce même article, Georges Geiss, apporte des précisions concernant la stratégie des sociétés acquises, indiquant que miser sur l'acquisition afin d'être acquises plus tard par un grand groupe fait partie de la stratégie de certaines entreprises.

Pour Hossain (2021), l'acquisition est un moyen pour une entreprise de se développer, rester profitable, ou encore afin d'entrer de nouveaux marchés géographiques. Cela lui permet aussi d'éviter les barrières à l'entrée et d'augmenter la vitesse d'entrée dans les nouveaux marchés. (Hitt et al, 2003)

Cela peut aussi se révéler comme une véritable catapulte, notons le cas de Google qui a acquis YouTube, désormais plus grande plateforme de vidéos streaming au monde, ou encore Facebook qui a acquis Instagram et qui a encore plus assis sa place dominante entre les acteurs des réseaux sociaux. (Walker, C. 2018)

### 3.3. Les échecs des M&A :

Entre 70 et 90 % des opérations de M&A échouent. (Graham, K., 2020.) Les causes de ces échecs peuvent être variées. Après une M&A, les entreprises peuvent rencontrer des difficultés à coopérer, notamment sur le plan de la culture d'entreprise, parce que certaines personnes clés démissionnent de l'entreprise, ou encore pour cause de faibles synergies. De plus, une M&A peut échouer à cause d'une mauvaise évaluation, pour manque de capacité d'intégration, ou à cause de litiges imprévus voire à cause de facteurs externes tels que l'environnement économique. (Shobhit, S. 2024.)

Les causes d'échecs des M&A sont nombreuses et l'on peut les distinguer selon la période à laquelle l'échec se rapporte. Cela peut être un échec avant même l'accord, au stade de négociations, ou au stade de la due diligence par exemple ; ou encore par la suite de la fusion ou acquisition pour des difficultés culturelles, d'intégration ou des vices comptables cachés. En toute logique, il vaut mieux se rendre compte des chances d'échec avant de conclure l'accord.

Nous avons exploré certains des plus grands et récents échecs de M&A afin de vérifier si ces causes théoriques se reflètent dans ces cas. Nous avons choisi ceux-ci pour leur caractère majeur, et pour mettre en avant des cas d'échec de due diligence différents les uns des autres.

#### 3.3.1. AOL/Time Warner :

Pour commencer, prenons le cas de la fusion entre AOL & Time Warner, plus grande fusion de l'histoire des États-Unis et qui demeure l'un des exemples les plus marquants des conséquences d'une due diligence insuffisante. Ce rapprochement, qui s'est soldé par un échec retentissant, a laissé les deux entreprises avec une capitalisation inférieure à ce qu'elles possédaient avant la fusion. Ce « divorce » douloureux illustre les effets désastreux qu'un manque de rigueur dans la due diligence peut avoir sur des transactions de grande envergure. (Arango, 2010.) Dans le cas cité, AOL a effectué le processus trop rapidement, les avocats ayant travaillé sur le dossier expliquant que la due diligence n'avait duré qu'un weekend (Times, 2010) omettant de nombreuses vérifications.

Une sous-estimation des défis de demain et un excès d'enthousiasme quant aux synergies futures sont principalement les causes de l'échec de la fusion AOL/Times Warner. Ceci aurait pu être évité si la due diligence avait été correctement effectuée. Pour faire une bonne due

diligence, il faut y consacrer le temps nécessaire, déterminer quels points nécessitent une plus grande attention et une plus lourde charge de travail. Consacrer davantage de temps aurait pu permettre d'évaluer correctement les revenus futurs espérés compte tenu des défis à venir et établir les synergies potentielles.

### 3.3.2. HP / Autonomy :

Deuxièmement, un autre exemple marquant de mauvaise due diligence est l'acquisition d'Autonomy par HP pour un montant de 11,6 milliards d'euros. Une importante et prometteuse acquisition pour laquelle néanmoins un an après, HP a dû effectuer une dépréciation\*<sup>9</sup> de cette acquisition de près de 80 % de sa valeur. En cause, des erreurs comptables et une présentation trompeuse des comptes qui ont considérablement réduit la valeur réelle de l'entreprise acquise (Times, 2013).

Ceci signifie en d'autres termes que HP a été floué concernant la valeur réelle financière de Autonomy et qu'ils ont acheté cette dernière trop cher, menant la nécessité d'ajuster les états financiers par la suite afin de refléter l'image fidèle.

Une due diligence correctement effectuée aurait dû identifier ces erreurs comptables avant acquisition.

### 3.3.3. Daimler Benz / Chrysler :

Troisièmement, le cas retentissant de la fusion Daimler-Benz/Chrysler, fusion prononcée en 1998 que se terminera par une scission en 2007. Les divergences entre un management regroupant des équipes plus petites et moins hiérarchisées qui mettent l'accent sur la créativité dans le groupe Chrysler d'une part, et d'autre part la gestion rigoureuse et nettement plus hiérarchisée avec un management vertical chez Daimler, ont poussé de nombreux cadres à quitter l'entreprise. De plus, les types de public cible distincts des deux marques ont empêché le bon fonctionnement de la fusion et n'ont laissé les synergies escomptées qu'au stade d'ébauche. (L'Écho, 2011.)

---

<sup>9</sup> Dépréciation : Dépréciation : Qui a été déprécié| Déprécier : Rabaisser la valeur de quelque chose (Larousse, 2024) ici indiquant une diminution de la valeur de l'actif, en d'autres termes, de la participation de HP dans Autonomy.

Une due diligence effectuée en bonne et due forme aurait pu aider les directions des deux entreprises à estimer plus réellement les synergies potentielles et à comprendre les différences culturelles entre les deux entités, et agir en connaissance de cause. Ainsi, les deux entreprises auraient pu renoncer éventuellement à la conclusion de l'accord ou mettre en place de meilleurs procédés d'adaptation, ce qui aurait pu éviter l'échec de la fusion.

#### 3.3.4. *Caterpillar-Siwei:*

Pour finir, plus récemment, un article de la Forbes de 2013, écrit par Montlake S., explique le cas de l'acquisition de Siwei par Caterpillar. En résumé, Caterpillar désirant s'implanter plus fortement en Chine a décidé d'acquérir un holding chinois, dont Siwei faisait partie, pour un montant d'environ 880 M\$ et un an après, la comptabilité de Caterpillar laissait apparaître un impairement<sup>10</sup> sur le goodwill de près de 580 M\$. La raison de cet impairement est relative à des erreurs volontaires de comptabilité de la part du management de Siwei, tant sur les charges que sur les revenus, menant à des revenus artificiellement gonflés.

Encore une fois, ceci aurait pu être évité par une due diligence correctement effectuée.

Bien que les raisons de ces échecs soient multiples, et distinctes, ils démontrent en partie l'impact négatif que peut avoir une due diligence mal réalisée ou insuffisante, c'est-à-dire bâclée, inadéquate, ou incapable de révéler des informations capitales.

### **3.4. Due diligence, oui, mais pourquoi ?**

Ce constat concernant les opérations de M&A, soulève l'importance de notre question de recherche : « Quels sont les impacts de la due diligence dans un processus d'acquisition ? ». En effet, on peut se demander la raison pour laquelle faire ou ne pas faire de due diligence a un impact potentiel menant à l'échec de l'opération de M&A comme vu précédemment.

### **3.5. Quels sont les objectifs de la due diligence :**

La due diligence poursuit plusieurs objectifs dont voici une liste, quoique non exhaustive, relativement complète :

---

<sup>10</sup> Impairement : Terme dans la langue anglaise désignant « Une situation dans laquelle la valeur d'un actif enregistré à une valeur plus importante que sa valeur réelle est réévaluée à la baisse ». (Cambridge 2024, traduit en français par l'auteur)

- Aider toutes les parties impliquées dans une M&A à estimer la valeur des actions achetées, si c'est une add<sup>11</sup> ou vendue si c'est une vdd<sup>12</sup>. (Matuszewski, 2020.)
- Protéger les acquéreurs des risques tels que les risques environnementaux et les risques liés aux droits intellectuels. (Lessambo F, 2021), ainsi qu'identifier, évaluer et quantifier les risques les plus significatifs (ICCI, 2014)
- S'assurer de la valeur réelle des actions acquises. L'exercice est d'autant plus important dans le cas d'une entreprise avec actionnariat privé, étant donné que celle-ci n'a pas été soumise à l'évaluation publique comme c'est le cas pour les entreprises cotées en Bourse. (Harroch R. et al. 2019).
- Rendre l'acheteur suffisamment à l'aise pour qu'il poursuive les négociations et qu'il finalise l'opération. (Snow, 2011).
- Évaluer les perspectives ainsi que leur possibilité de réalisation en plus d'auditer et vérifier les performances passées. L'importance accordée à ces deux objectifs doit être partagée. (Howson, 2003).
- Valider toutes informations de la société cible. (ICCI, 2014).

### **3.6. Que peut inclure une Due Diligence ?**

Une M&A implique des processus complexes, de la planification et des négociations qui s'étalent sur l'entièreté de l'échéancier de l'opération. Tant avant l'accord, qu'après celui-ci. C'est dans le contexte prétransaction que la due diligence prend place. (Dikova et al., 2010)

C'est un processus versatile, reprenant plus ou moins d'éléments, et demandant plus ou moins de temps d'investigation permettant, à la manière d'un audit, de s'adapter au client, au budget disponible, au type de transaction dont il est question, et de la complexité du prospect. Son calendrier, son étendue et la nature des activités de due diligence peuvent varier considérablement selon qu'il s'agit d'acquisitions, de fusions, de cessions ou de fermetures, ainsi que selon le type d'entreprise, le montant des actifs en jeu et les problématiques techniques propres à chaque situation. (ARMA International Educational Foundation, 2011. Et Reed-Lajoux et al. 2010)

---

<sup>11</sup> Add : Acquisition due diligence

<sup>12</sup> Vdd : Vendor due diligence

Une bonne due diligence doit donner autant d'importance à sceller l'accord, qu'à garantir l'avenir. Ceci montre l'horizon temporel abordé par la définition de la due diligence par l'IRE (2014) où tant le passé, que le présent ainsi que le futur entre en ligne de compte.

Pour rappel, il n'y a pas de principes formels légaux concernant la due diligence, notamment parce qu'elle regroupe de nombreux champs différents (Peters et al, 2020).

Nous pouvons cependant tracer les grandes lignes des aspects qui devraient être abordés au minimum :

- Les informations financières de l'entreprise (Reed-Lajoux et al. 2010 et ICCI 2014)
- Les processus en place ainsi que le management (Reed-Lajoux et al. 2010)
- La conformité légale (Reed-Lajoux et al. 2010). Ainsi que l'analyse des statuts, avec une attention particulière aux clauses relatives à l'objet social, à la gouvernance, ou au type d'administration. (ICCI, 2014)
- La revue des contrats importants et l'évaluation de leur impact futur sur la vie de l'entreprise. (ICCI, 2014)
- Les documents de la transaction, qui seront conservés dans une data room préférentiellement (ARMA International Educational Foundation, 2011).
- Le financement de l'opération envisagée (Hitt et al. 2003)
- Différences culturelles entre l'entreprise acquéreuse et cible (Hitt et al. 2003)
- L'impact fiscal de la transaction (Hitt et al. 2003)
- Les autres aspects fiscaux notamment l'identification des risques liés à un éventuel non-respect de la réglementation fiscale, la composition fiscale du capital ou encore la possible interprétation différente par l'administration fiscale d'une situation. (ICCI, 2014)
- Les actions nécessaires pour fusionner avec succès les deux équipes. (Hitt et al. 2003)
- Une revue des immobilisations corporelles et incorporelles par des avocats ou experts spécialisés. (ICCI, 2014)
- La revue des aspects sociaux. On peut par exemple y revoir les avantages prévus en fin de carrière, les clauses de licenciement ou analyser le type de contrat de travail. (ICCI, 2014)
- La revue environnementale, qui vise à quantifier le risque lié notamment en matière de non-respect de la réglementation environnementale. Cela reprend les obligations en

matière d'assainissement des sols, ou les permis d'exploitations par exemple. (ICCI, 2014)

Un tableau récapitulatif du contenu de la due diligence tel que défini par l'IRE peut être retrouvé en annexe [7.2.1.](#)

### **3.7. Conséquences de la due diligence :**

#### *3.7.1. L'absence de due diligence peut mener l'acheteur à payer un prix excessif :*

Le fait de ne pas mener un processus de due diligence efficace peut facilement conduire l'entreprise acquéreuse à payer un prix excessif pour l'entreprise cible (Hitt et al. 2003). En effet, des recherches montrent que sans due diligence, « le prix d'achat est influencé par les prix d'autres acquisitions similaires plutôt que par une évaluation rigoureuse des gains de performance que la direction peut réellement obtenir. Dans ces cas, le prix payé a peu à voir avec la valeur atteignable » (Rappaport et Sirower, 1999).

#### *3.7.2. La due diligence limite l'asymétrie de l'information :*

La due diligence révèle environ 30 % de l'information privée et augmente d'environ 59 % la performance post-M&A de l'entreprise en diminuant l'asymétrie de l'information. (Celik et al, 2022)

#### *3.7.3. La due diligence diminue le taux d'échec des opérations de M&A :*

Une étude de 2006 de l'auteur Straub T. a montré la corrélation entre la due diligence et la baisse significative du taux d'échec des opérations de M&A.

Le but de la recherche était d'établir quels indicateurs influençaient de manière significative la réussite d'une M&A. Dans celle-ci, différents indicateurs ont été testés tels que les déterminants stratégiques, parmi lesquels on retrouve la complémentarité des marchés cibles, la taille de ceux-ci, etc. Mais aussi des déterminants organisationnels reprenant des indicateurs tels que la similarité entre les cultures d'entreprise ou l'expérience en M&A. En outre, l'auteur testait les déterminants financiers, parmi lesquels figure la due diligence. Il ressortait de cette recherche que de nombreux facteurs avaient un impact sur la performance post-M&A. Le goodwill par exemple était négativement corrélé avec la performance post-M&A là où la similarité culturelle, l'expérience en matière d'opérations de M&A ainsi que la due diligence sont positivement corrélées avec la performance post-M&A.

Pour les indicateurs financiers, les corrélations sont nettement prononcées, avec des seuils de significativité allant de significatif, à très significatif<sup>13</sup>.

Ceci signifie en termes simples que les résultats obtenus sont fiables dans plus de 95 % des cas. Et que donc, il y'a moins de 5 % de chances que les résultats observés soient le fruit du hasard.

Dans ces indicateurs figuraient :

1. La due diligence
2. La prime d'acquisition
3. Le processus d'appel d'offres

Parmi ceux-ci, la due diligence est celle qui montre l'impact positif le plus fort sur l'issue de l'opération de M&A. Ceci montre l'impact très significatif qu'a le processus de due diligence dans un processus d'acquisition.

#### *3.7.4. La due diligence permet de limiter le risque financier*

Un cas réel relevé lors d'une enquête sur la due diligence a montré l'impact en matière de réduction de risque financier que celle-ci peut avoir. En effet, l'entreprise générait 30 % de son chiffre d'affaires avec un seul gros client. La due diligence a permis de révéler que ce dernier ne voulant plus collaborer avec l'entreprise cible par la suite de la M&A, une baisse du chiffre d'affaires d'au moins 30 % était à prévoir. Cette baisse du CA est significative et n'aurait pu être découverte sans la due diligence. (ICCI, 2014).

#### *3.7.5. La due diligence permet de rassurer les investisseurs*

La due diligence permet de rassurer les parties tierces telles que les banques, qui en général, et bien qu'aucune obligation légale ne le requière, demandent une due diligence avant la clôture de l'opération et d'accorder les financements. (Daley, B. et al. 2024).

---

<sup>13</sup> Pour rappel, ce seuil de significativité n'est atteint en règle générale en statistique que pour des valeurs de  $p$  obtenues inférieures au niveau de signification ( $\alpha$ ) généralement admis comme 5 % et 1 % ; le deuxième marquant une très forte significativité.

### **3.8. Hypothèses :**

Au regard de notre revue de littérature, nous avons établi des hypothèses en vue de répondre à notre question de recherche : « Quels sont les impacts de la due diligence dans un processus d'acquisition ? »

1. La due diligence permet de limiter l'asymétrie de l'information lors d'un processus d'acquisition.
2. La due diligence permet de payer le juste prix pour une acquisition.
3. La due diligence permet de connaître en détail l'entreprise cible lors d'un processus d'acquisition.
4. La due diligence permet d'éviter les échecs post- M&A
5. La due diligence permet de limiter les risques de vices cachés lors d'un processus d'acquisition.
6. La due diligence permet de rassurer les organismes bancaires ou les investisseurs privés lors d'un processus d'acquisition.

### **3.9. Déroulement d'une due diligence :**

Dans cette sous-section, nous examinerons les principales étapes d'une due diligence d'acquisition. Pour une vendor due diligence, le travail peut être réalisé en interne ou confié à des tiers, mais reste généralement moins formalisé que dans le cadre de la due diligence d'acquisition, qui est au cœur de notre analyse.

#### *3.9.1. La durée de la due diligence est variable :*

La due diligence est un processus s'étalant sur une période variable. D'une journée dans le cas de petites entreprises où le seul volet couvert sera la revue financière à plusieurs mois dans des cas plus complexes et où tous les volets seront analysés. Durant cette période, différentes étapes auront lieu et au cours de cette sous-section, nous passerons en revue celles-ci dans les grandes lignes.

#### *3.9.2. La naissance du besoin :*

Le premier prérequis est l'imminence d'une opération de M&A, que ce soit une cession, une acquisition, ou une fusion, la due diligence représente la phase des M&A qui survient après qu'une décision d'évaluer la valeur d'une opportunité commerciale ait été prise. (ARMA International Educational Foundation, 2011.)

Après que la décision de procéder à l'évaluation d'une opportunité ait été prise, et que les parties commencent les négociations, il faut établir la lettre d'intention entre l'acquéreur et la cible. Le but étant de formaliser de manière plus officielle les intentions des parties dans un accord non contraignant. (Howson P., 2003)

Dans celle-ci, les deux parties s'accordent sur la durée prédite de la due diligence, et prévoient l'accès complet aux documents nécessaires au bon déroulement de celle-ci. De plus, celle-ci contient une clause de confidentialité, protégeant l'entreprise cible même si l'accord ne se poursuit pas. Il est coutumier aussi d'établir une liste des documents requis à la poursuite de la due diligence, ainsi qu'un échéancier. (Reed-Lajoux et al. 2010)

C'est la lettre d'intention qui marque le début de la due diligence.

Dans certains cas, une première courte due diligence peut avoir lieu pour écriémer et voir s'il vaut la peine de poursuivre ou non. À la suite de celle-ci, une première offre peut être formulée et une due diligence plus complète sera lancée. (Stapenhorst, H. 2018)

### 3.9.3. La revue des états financiers :

Première étape concrète de la due diligence, la revue financière est celle qui retient la plus grande attention. Comme nous l'avons précédemment énoncé, en Belgique, elle est sous la responsabilité d'un réviseur d'entreprise ou d'un expert-comptable certifié. Pour citer Reed-Lajoux et al. (2010) : « les chiffres sont à l'entreprise ce qu'est le tableau de bord à une voiture. Ils permettent immédiatement de comprendre ce que l'on pilote. » C'est ce qui intéresse le plus les actionnaires et la direction, et il est capital de vérifier l'exhaustivité tant que l'exactitude de l'information financière et d'évaluer les perspectives. Ceci permettant de diminuer les risques correspondants. (ICCI, 2014).

En effet, bien que l'information financière soit facilement accessible, surtout en Belgique où les entreprises publient leurs comptes annuels à la centrale des bilans de la BNB<sup>14</sup>, elle risque de présenter l'entreprise sous son meilleur jour et il est important de vérifier la véracité de celle-ci. La due diligence permet de découvrir une ombre au tableau dans l'information

---

<sup>14</sup> Information supplémentaire apportée par l'auteur du mémoire et non reprise par Howson.

financière et en plus d'informer l'acheteur à propos de potentiels « deal breaker », elle permet d'armer celui-ci pour la phase de négociations des prix. (Howson, P., 2003)

La conduite de l'analyse financière dépend d'un cabinet à l'autre, mais, pour généraliser, dans un premier temps les comptes annuels des exercices précédents sont systématiquement passés au crible. En ce qui concerne les immobilisations corporelles, on vérifie leur présence et la valorisation de celles-ci. Dans un second temps, les cashflows nets<sup>15</sup> sont aussi susceptibles d'être analysés, ainsi que l'EBITDA et l'endettement. Ces derniers sont analysés pour déterminer la santé financière et la rentabilité long terme de l'entreprise. (ICCI, 2014).

#### 3.9.4. La revue fiscale :

Deuxième étape tout aussi cruciale de la due diligence : la revue fiscale. En principe, elle a toujours lieu bien que son étendue puisse varier.

La revue fiscale vise différents objectifs. Premièrement, celle-ci a pour but de réduire le risque fiscal. Pour se faire, la conformité avec la réglementation fiscale sera contrôlée. Par cette dernière il faut comprendre les lois en matière de TVA, d'impôts, etc. qui relèvent du droit fiscal. Par ailleurs, l'évaluation du risque d'une interprétation différente par l'administration fiscale sera effectuée dans l'objectif de se prémunir des conséquences d'un contrôle fiscal. (ICCI, 2014)

Deuxièmement, la revue fiscale peut viser à optimiser l'opération de M&A en matière fiscale en évaluant l'impact fiscal de la transaction et en s'assurant d'effectuer le montage financier le plus fiscalement avantageux. (Howson, P., 2003)

Le réviseur d'entreprise ou un avocat spécialisé en droit fiscal seront les praticiens aptes à effectuer ce volet.

À partir de ce point, les revues qui suivent ne sont pas toujours effectuées. Tout dépendra du budget et du temps qu'on puisse allouer à la due diligence ainsi qu'au risque évalué.

---

<sup>15</sup> Cashflows nets : Cashflows totaux auxquels l'on retire les éléments non récurrents et non-cash.

### 3.9.5. La revue légale :

Dans les grandes lignes, la revue légale vise à révéler d'éventuelles dettes cachées, des provisions nécessaires et à diminuer le risque de problèmes contractuels. (Howson, P., 2003) Il est nécessaire dans cet objectif de réduction de risques de vérifier les permis d'exploitation, les contrats commerciaux, la conformité légale (Stapenhorst, H., 2018), mais aussi d'analyser les statuts avec une attention particulière pour les clauses relatives à l'objet social, à la transmission d'actions et à la gouvernance. Le coordinateur de la due diligence pourra faire appel à des avocats spécialisés pour s'aider. (ICCI, 2014)

### 3.9.6. L'IP due diligence :

Les droits de propriété intellectuelle reprennent l'ensemble des éléments donnant un droit d'exploitation exclusif et temporaire, c'est-à-dire défini dans le temps, sur une propriété intellectuelle<sup>16</sup>. (Ministère de l'Économie belge, 2024).

Cette IP due diligence n'est pas un volet distinct en tant que tel, mais peut être considérée comme une composante du volet légal. Comme nous l'avons énoncé précédemment, les entreprises acquièrent des entreprises pour acquérir, entre autres raisons, l'innovation. Il est utile pour les entreprises de vérifier les droits de propriété liés à ces innovations notamment afin de comprendre s'il s'agit d'une exclusivité, de comprendre la portée ainsi qu'évaluer la valorisation possible et de s'assurer la future propriété de ceux-ci lors de l'acquisition. (Hall, A. 2024). La due diligence en propriété intellectuelle, ou IP due diligence, vise à examiner cela. Elle comprend plusieurs objectifs principaux : l'évaluation de la propriété, la vérification des droits, et l'analyse des risques liés à ces actifs. (Howson, P., 2003)

### 3.9.7. La revue sociale :

Dans ce volet, les aspects relatifs aux ressources humaines et aux régulations en matière sociale seront passés au crible. On y analysera le respect des lois sociales, du droit du travail et le règlement de travail.<sup>17</sup> Par ailleurs, les obligations en matière de conseil d'entreprise, les clauses en matière de pension ou de licenciement. (ICCI, 2014) Pour ce dernier point, il sera

---

<sup>16</sup> Propriété intellectuelle : Regroupe toutes les œuvres issues de l'esprit. Exemple : Un livre ou l'invention d'un procédé industriel. (Ministère de l'Économie belge, 2024)

<sup>17</sup> Information récoltée lors de l'interview avec M. Serghini.

aussi prudent de contrôler les derniers licenciements éventuels pour s'assurer d'identifier le risque de litige s'il y'a lieu d'être<sup>18</sup>. Cette revue sera effectuée par le réviseur, ou par un avocat spécialisé.

#### 3.9.8. La revue environnementale :

La revue environnementale reprend deux aspects : l'analyse de l'impact de l'entreprise sur l'environnement et l'impact de celui-ci sur l'entreprise.

Pour le premier aspect, on y vérifie la conformité légale avec les lois de protection de l'environnement, le respect des différents permis environnementaux, la non-pollution des eaux usées et sols ainsi que la gestion des déchets. De plus, on évalue les risques liés à ce sujet et les éventuelles provisions nécessaires pour assurer la conformité ou afin de se prémunir financièrement des litiges relatifs éventuels. (Just, T., et al., 2018).

Pour le deuxième aspect, on y retrouve l'évaluation de l'impact potentiel de l'environnement sur les activités de l'entreprise ainsi que de la vulnérabilité et la résilience de celle-ci à ces facteurs. (Just, T., et al., 2018)

Afin de procéder à l'évaluation de ces éléments, les praticiens ont accès à une data room, mais ils peuvent aussi s'aider d'une visite du site en question pour mieux évaluer les aspects sur le terrain. (Reich, S. 2018) Ils peuvent aussi faire appel à des experts environnementaux pour s'occuper de contrôler le risque de pollution des sols, ou pour connaître la législation pertinente pour l'entreprise.<sup>19</sup>

Des cas récents où l'environnement avait exercé une influence imprévisible sur l'entreprise nous rappellent l'importance d'évaluer les risques relatifs à celui-ci. Comme l'exemple des inondations de juillet 2021 qui avait forcé le parc Walibi à fermer ses portes durant l'été entraînant des pertes importantes. (Le soir, 2021)

---

<sup>18</sup> Information récoltée lors de l'interview avec M. Thoma.

<sup>19</sup> Informations tirées des interviews de M. Thoma et M. Serghini.

## 4. Partie pratique

### 4.1. Mode opératoire

Dans cette section, nous expliquerons le modus operandi de notre recherche ainsi que les raisons pour lesquelles nous avons procédé de la sorte.

Après considération des différentes méthodes susceptibles de mettre à l'épreuve nos hypothèses, nous avons fait le choix d'utiliser l'approche qualitative. Ce choix s'avère le plus pertinent au regard de la nature de notre sujet, qui ne se prête ni à une analyse strictement statistique ni à une quantification rigoureuse.

Dès lors, nous avons privilégié récolter des informations à travers des entretiens semi-directifs auprès d'un panel varié d'acteurs, comprenant des individus dont la profession permet de participer à des volets différents d'une due diligence. Ainsi que des commanditaires de telles opérations. Cette méthodologie nous offre plus de flexibilité dans la conduite des entretiens et permet de diversifier les profils d'interviewés, offrant ainsi l'opportunité de confronter les points de vue. L'objectif est de confirmer ou infirmer nos hypothèses de manière argumentée et nuancée.

En ce qui concerne le nombre d'entretiens, nous estimons qu'en effectuant entre 3 et 5 interviews de profils différents nous atteindrons la saturation<sup>20</sup> de notre sujet.

#### 4.1.1. **Le panel :**

Nous avons au total interviewé 4 personnes, exerçant des métiers différents et ayant participé à une due diligence. Ils étaient tantôt commanditaires, tantôt commandités.

En premier lieu, nous avons interviewé monsieur Serge Peffer, un homme aux multiples casquettes, dont celles d'expert-comptable certifié et d'expert immobilier. Il a pratiqué au

---

<sup>20</sup> Saturation : Désigne le moment où effectuer davantage d'entretien ne permet plus de récolter davantage de nouvelles informations pertinentes en lien avec la question de recherche. (Guest, G., Bunce, A., & Johnson, L. (2006))

cours de sa carrière plus de 50 due diligences. Étant donné sa double casquette et sa grande expérience dans les fusions-acquisitions, il apporte le point d'une vue d'un praticien de due diligence tant en tant qu'expert-comptable, qu'en tant qu'expert immobilier.

Ensuite, nous avons interviewé monsieur Éric Marchal, un entrepreneur gérant d'une PME depuis plus de 15 ans qui a été commanditaire d'une due diligence lors du rachat de l'entreprise dont il était devenu gérant. Son cas est particulier, étant donné qu'il s'agissait d'un « management buyout », une forme de rachat où le management en place rachète les parts de la société. Ce cas particulier, et son expérience en tant que « client » d'une due diligence nous permettent d'apporter une vue différente sur le processus et tester les hypothèses d'une manière différente.

En troisième lieu, nous avons interviewé monsieur Abdel Serghini, réviseur d'entreprise et managing partner chez L&S registrars auditors, qui a une expérience de 20 ans dans les due diligences, tant acheteur, que vendeur. Sa vision en tant que réviseur d'entreprise ayant pratiqué au cours de sa carrière plus de 60 due diligences apporte l'avis d'un autre praticien de due diligence, mais dont le parcours et la profession divergent.

Pour finir, nous avons interviewé monsieur Renaud Thoma, associé dans le Group P, actif dans les cessions-acquisitions. Il a lui aussi une expérience intéressante, ayant lui-même été entrepreneur auparavant, et ayant été commanditaire d'une due diligence lors du rachat de sa deuxième entreprise avant de devenir associé de son commandité et aider d'autres entrepreneurs à acheter et vendre des entreprises.

Ce panel diversifié d'acteurs nous a permis de confronter les points de vue et de voir la due diligence sous des angles divergents.

## **4.2. Collecte de données**

Dans cette sous-section, nous allons mettre à l'épreuve nos hypothèses en les comparant aux réponses récoltées lors de nos interviews.

Nous allons procéder hypothèse par hypothèse, dans l'ordre de la liste émise précédemment.

Pour rappel, voici la liste de nos hypothèses :

1. La due diligence permet de limiter l'asymétrie de l'information lors d'un processus d'acquisition.
2. La due diligence permet de payer le juste prix pour une acquisition.
3. La due diligence permet de connaître en détail l'entreprise cible lors d'un processus d'acquisition.
4. La due diligence permet d'éviter les échecs post- M&A
5. La due diligence permet de limiter les risques de vices cachés lors d'un processus d'acquisition.
6. La due diligence permet de rassurer les organismes bancaires ou les investisseurs privés lors d'un processus d'acquisition.

### **4.2.1. La due diligence permet de limiter l'asymétrie de l'information lors d'un processus d'acquisition.**

Il ressort de nos interviews que cette première hypothèse est à nuancer. Monsieur Peffer explique que, pour lui, il s'agit d'une « best practice », qui devrait être obligatoire et qui permet de rendre l'ouverture à l'information plus équilibrée, bien que, et cela rejoint les avis de M. Serghini et M. Thoma, il restera toujours des zones d'ombres. En effet, ce n'est pas parce que l'on effectue une due diligence que nous allons avoir accès à toutes les informations, ou que l'on pourra réduire de manière parfaite l'asymétrie de l'information. Ce n'est d'ailleurs pas, selon M. Serghini, son objectif.

Pour monsieur Thoma, elle ne permet pas d'avoir accès à l'ensemble des informations. Il faut que l'acquéreur gère l'entreprise pendant plusieurs années pour avoir une connaissance équivalente à celle qu'avait le vendeur. Il indique également qu'il est facile pour le cédant de dissimuler des éléments tels que des heures supplémentaires payées « en noir » ou un litige

futur résultant d'un conflit avec un client ou fournisseur pour lequel il y'a un risque de litige, mais sans pour autant qu'une plainte ait déjà été déposée.

En revanche, il y'a cependant un cas où la due diligence permettait de réduire l'asymétrie de manière plus marquée : celui de M. Marchal. Ce dernier se distinguait par sa position de gestionnaire d'entreprise. Ceci lui permettait d'avoir une connaissance plus approfondie que celle d'un acheteur externe. Il lui manquait cependant une grande partie de l'information financière. Dans ce contexte, la due diligence, qui était principalement financière, s'est avérée déterminante pour obtenir les informations lui faisant défaut. Ce cas particulier est un cas où l'information récoltée pendant la due diligence lui a permis d'avoir une information quasi exhaustive de l'entreprise.

En considérant les éléments de part et d'autre, nous concluons que notre hypothèse est vraie. Bien qu'imparfaite et consentant des zones d'ombres, la réduction de l'asymétrie est confirmée et quoique difficilement chiffrable, nous estimons que cette diminution de l'asymétrie rejoint les 30 % de diminution que la [littérature](#) propose. Par ailleurs, dans certains cas particuliers, la due diligence permet d'avoir une réduction très marquée de l'asymétrie de l'information. À un point où l'information dans les mains de l'acquéreur est quasi exhaustive.

#### **4.2.2. La due diligence permet de payer le juste prix pour une acquisition.**

Il ressort des interviews que la notion même de juste prix peut être difficile à interpréter. « ... le juste prix, c'est déjà quelque chose de très très compliqué à estimer, même dans un contexte normal. Qu'est-ce que c'est que le juste prix ? » Questionnait M. Serghini de façon rhétorique. Pour illustrer cela, ce dernier prenait l'exemple d'estimations de bâtiments. Le premier facteur à prendre en compte est le code postal. Deux bâtiments identiques peuvent avoir un prix très différent dépendant de la commune dans laquelle ils sont. Ce critère du code postal montre la subjectivité qui peut influencer le prix. Cette notion de juste prix peut revêtir une part émotionnelle aussi.

Ceci rejoint aussi ce que disait M. Marchal. Dans son cas, bien qu'il ait répondu par l'affirmative à la question : « La due diligence a-t-elle permis de payer le juste prix ? », il expliquait à un autre moment de l'interview que le cédant estimait son entreprise à une valeur

bien plus élevée que la valeur qui est ressortie des estimations et pour laquelle il avait finalement acquis l'entreprise. Le « juste prix » n'était pas le même pour le cédant, que pour l'acquéreur. Ceci montre encore la subjectivité liée à cette notion.

Dans l'interview de M. Serghini ressortait aussi un cas d'expérience de due diligence qu'il pratiquait pour le vendeur. L'estimation de prix de vente tournait aux alentours de 6 millions d'euros et l'entreprise a en fin de compte été vendue pour 9 millions d'euros à une entreprise américaine qui n'était même pas à la table des négociations. La raison en était que cette entreprise voulait s'implanter en Europe et était prête à payer un prix plus important que la valeur estimée de l'entreprise, plutôt que d'en bâtir une de zéro. Cela intègre aussi la définition du « goodwill<sup>21</sup> ».

Lorsque nous avons formulé cette hypothèse, ce « juste prix » désignait le fait de ne pas surpayer une acquisition. Sous cette définition-là, il ressort des interviews que l'hypothèse est vraie, mais pas toujours. Il faut nuancer. Les intervenants s'accordent tous sur le fait que la due diligence sert d'outil de négociation dans un processus de M&A et qu'elle permet à l'acheteur de découvrir des éléments permettant de servir comme outil de négociation afin de réduire le prix demandé par le cédant, ou même comme M. Pfeffer et M. Serghini indiquaient, de se rétracter grâce à la due diligence.

Aussi, en règle générale elle permet d'éviter à l'acheteur de surpayer l'acquisition. Mais pas systématiquement, justement à cause de la part subjective ou émotionnelle qu'on a énoncée précédemment.

En conclusion, elle ne permet pas toujours de payer le juste prix, mais elle permet de servir d'outil de négociation ainsi que de protéger l'acheteur contre les mauvaises surprises qui pourraient significativement faire baisser la valeur de son acquisition en dessous de la valeur à laquelle il l'a achetée. Cela vient nuancer ce que nous avons lu dans la [littérature](#) qui indiquait que l'absence de due diligence peut mener l'entreprise à payer un prix excessif.

---

<sup>21</sup> Goodwill : le goodwill, ou survalueur en français, est la différence entre le prix d'acquisition et la juste valeur de la société acquise. (Mazars, 2024)

Effectivement, comme nous l'avons développé plus haut, le prix, qu'il soit juste ou excessif est subjectif.

#### **4.2.3. La due diligence permet de connaître en détail l'entreprise cible lors d'un processus d'acquisition.**

Encore une fois, c'est à nuancer. En effet, le contenu et l'étendue de la due diligence vont être déterminés par la lettre de mission. Pour M. Peffer, qui répond par l'affirmative, il explique qu'il établit toujours une liste détaillée comprenant tous les points et toutes les fonctions de l'entreprise, tant finance, que hors finance avec la remarque que cela a un coût et que donc en fonction de l'accord, il peut y avoir une limitation à ce niveau-là.

Dans le cas de M. Marchal, la due diligence s'est limitée aux aspects plus financiers

Pour M. Serghini, il est impossible de tout connaître de l'entreprise, particulièrement dans le cas des sociétés de services, qui sont majoritaires en Belgique. La raison de cette difficulté supplémentaire pour ces sociétés-là, c'est que ces sociétés reposent sur l'humain. Ce qui est l'asset majeur de ces entreprises, c'est l'humain, ce sont les gens qui y travaillent et il n'est pas possible d'évaluer la qualité de cet asset. Il est aussi complexe d'évaluer le bonheur du personnel ou s'ils prévoient de partir dans l'hypothèse d'une nouvelle direction ou de changements liés à une fusion par exemple. La due diligence ne permet pas d'avoir une connaissance parfaite de l'entreprise. Cependant, ce n'est pas l'objectif de la due diligence. L'objectif est de passer en revue les différents aspects de l'entreprise jugés importants et vérifiables.

Ces aspects vérifiables sont les aspects financiers, c'est-à-dire la rentabilité, la qualité et la fiabilité que l'on peut accorder aux chiffres qu'elle présente. C'est aussi l'existence ou l'absence de risques qui sont liés aux obligations contractuelles, aux aspects légaux, aux opérations de la société, etc. Aussi, bien que le cabinet de M. Serghini ne pratique pas directement la due diligence environnementale, il indique qu'il s'agit d'un volet dont les questions deviennent de plus en plus sérieuses. Indiquant aussi, la possibilité dans l'hypothèse d'un besoin d'information sur les questions environnementales, de faire appel à un expert en la matière de la même manière que des experts immobiliers puissent être appelé à apporter leur contribution dans une due diligence. Ce dernier point valide ce que nous avons énoncé précédemment dans la partie théorique, au sujet de la due diligence faisant appel à une équipe pluridisciplinaire avec le réviseur coordonnant cette équipe.

M. Thoma, explique qu'il est possible et essentiel d'effectuer une revue des différents aspects, tels que la revue financière, la supply chain, les provisions, les contrats de travail que nous énoncions à titre d'exemple dans la question qui lui a été posée. Mais, qu'il est impossible de connaître tout dans le détail. Pour illustrer cela, il cite une phrase qu'il dit aux candidats — repreneurs : « Même en payant 5 auditeurs pendant 3 mois, vous ne saurez pas 20 % de ce qu'il y a à savoir sur l'entreprise. Le reste, vous l'apprendrez sur le tas. Vous devez l'accepter sinon vous n'entreprenez jamais. » Cela corrobore les propos de M. Serghini.

En conclusion, bien que la due diligence permette de vérifier de nombreux aspects de l'entreprise, et de réduire les risques y afférant, elle ne permet pas de connaître tout de l'entreprise dans le détail. Toutefois, l'objectif n'est pas là. Il s'agit de communiquer une information la plus synthétisée possible sur la transaction visée, au travers d'un ensemble de procédures de vérification. Ceci se réalise en passant en revue l'information financière et non financière afin de limiter les risques qui y sont liés.

#### **4.2.4. La due diligence permet d'éviter les échecs post- M&A**

Cette hypothèse est à réfuter. Bien que la due diligence puisse permettre de réduire les risques d'échecs dans le cas où ces derniers sont liés à des éléments qui auraient pu être découverts dans la due diligence, selon l'expérience des interviewés praticiens, il ressort que les échecs post-fusion/acquisition sont en règle générale plutôt liés à des éléments incontrôlables, pas vérifiables.

Les répondants ont donné différents exemples sur ce sujet-là pour illustrer leurs propos. Notre réviseur d'entreprise indiquait un exemple d'une société pour laquelle il avait fait une due diligence et dont l'acquéreur s'est désintéressé par la suite de l'acquisition. Ayant en prime changé de management, l'entreprise a rencontré d'importants problèmes de gestion et a été mise en difficulté. Un autre exemple est celui de M. Peffer. Il a connu le cas d'une entreprise dont le nouveau propriétaire, confiant en ses compétences managériales, a rencontré des problèmes dans ses relations avec ses clients. Cela a mené à une perte de 75 % de sa clientèle en deux années et ça, la due diligence ne pouvait pas le prévoir.

M. Peffer indiquait aussi que ce qui évite principalement les erreurs et là où les plus gros risques résident c'est dans la revue financière. Des cas où l'audit non financier a permis d'éviter une erreur existante, il en donnait un exemple avec une entreprise dont le prix d'acquisition était anormalement bas et dont la revue non financière a révélé qu'il fallait dépolluer les sols. Ces cas sont selon lui plus rares, mais montrent l'importance de tout de même passer en revue le non financier lors d'une due diligence.

Ces cas-là illustrent bien la difficulté de prévoir un échec post-M&A. Ils montrent qu'outre les aspects vérifiables sur lesquels M. Serghini insistait, l'entreprise revêt d'autres aspects moins vérifiables et qu'ils sont les principales causes d'échec post-M&A. Pour M. Serghini, ce sont principalement les différences de cultures d'entreprise qui causent les échecs post-M&A. Nous avons discuté avec ce dernier d'un cas d'échec comme la fusion Chrysler-Daimler, dont nous avons discuté préalablement. Pour lui, c'est expliqué par le fait que dans un cas où deux entreprises sont rentables, elles voient dans leur culture, dans leur manière d'être une réussite et que donc elles ne vont pas être favorables à adopter la culture de l'autre.

L'échec était prévisible. Il ajoutait aussi que ces entreprises peuvent faire de telles opérations dans le but d'avoir un impact boursier, et ce sans considérations économiques. Ceci peut expliquer que dans certains cas, la due diligence était bâclée, ou que même si tout le monde prévoyait l'échec, ils continuent sur leur lancée.

De plus, M. Serghini soulève que la plupart des due diligences de nos jours se pratiquent au moyen d'une data room, un espace virtuel dans lequel toutes les informations sont stockées. Sonder la culture d'entreprise, ou le social est d'autant plus une mission impossible.

Pour M. Thoma, la réponse est aussi négative. Bien que la due diligence puisse prendre connaissance des risques liés à la dépendance de l'entreprise à des personnes ou fournisseurs clés, elle ne permet pas d'empêcher le départ du personnel, ou la rupture de collaboration avec un fournisseur des suites de l'opération de M&A.

Cependant, il est intéressant de noter que la due diligence permet de limiter les échecs de M&A, avant la ratification de l'accord. C'est-à-dire durant la phase de prise de connaissance de l'entreprise cible, ou durant la phase de négociations. Par exemple, elle permet de

découvrir les comptes maquillés, les risques de litiges importants et permet de limiter le risque de poursuivre une opération qui serait vouée à l'échec à cause de ces éléments.

En conclusion, la due diligence permet de limiter les risques avant la ratification de l'accord de poursuivre une opération vouée à l'échec ainsi que de prendre connaissance des risques éventuels altérant la viabilité de l'entreprise après l'accord, mais elle ne permet pas d'éviter l'échec post-M&A en particulier pour des éléments qui ne sont pas vérifiables.

#### **4.2.5. La due diligence permet de limiter les risques de vices cachés lors d'un processus d'acquisition.**

Il ressort des interviews que la due diligence a un impact notable sur la réduction des vices cachés lors d'une opération de M&A. Notamment par une analyse des différents volets de l'entreprise, ou du moins des éléments vérifiables. Il y'a de plus, régulièrement la mise en place de comptes de garantie,

Pour M. Peffer, la réduction du risque de vice caché est bien présente. Il énonce de nombreux cas d'expérience tels que des stocks invendables, des procès en cours non repris dans l'audit, une perte de licence sur les ventes d'un produit, le compte courant au passif dont les modalités de remboursement n'ont pas été définies dans les clauses de cessions, etc.

Ces éléments peuvent être identifiés pour certains lors de la due diligence, mais aussi, selon nos intervenants, il est important d'avoir une garantie de passif afin de protéger l'acheteur après l'opération de M&A. Cette garantie est un compte sur lequel une somme d'argent, une partie du montant total de l'opération, M. Peffer indiquait 5 % à 20 %, est bloquée pendant une certaine période : par exemple 2 ans. En cas de vices cachés, l'argent n'est pas libéré pour le cédant. Dans le cas de M. Marchal, il y'a eu la mise en place d'un tel compte qui avait pour objectif de le protéger des risques de vices cachés.

En conclusion, ces vices cachés seront soit découverts, soit, à la suite de la due diligence une garantie sera ajoutée aux clauses de cession afin de garantir la protection de l'acheteur contre ces risques. Nous concluons donc que cette hypothèse est validée.

#### **4.2.6. La due diligence permet de rassurer les organismes bancaires ou les investisseurs privés lors d'un processus d'acquisition.**

Il ressort des interviews que tant les investisseurs privés que les organismes bancaires sont plus enclins à prêter de l'argent pour l'acquisition lorsqu'une due diligence a lieu, selon M. Peffer.

M. Marchal, indiquait que cela lui avait permis de montrer aux investisseurs privés et aux banques qu'il avait contactés, le sérieux de sa requête et le fait que la valeur demandée pour l'emprunt était proportionnelle à la valeur de l'entreprise.

Ceci rejoint aussi les propos de M. Thoma pour qui la plupart des opérations avec investisseurs de types organismes se font avec l'appui d'une due diligence, sans quoi la transaction ne peut être poursuivie. Cependant, dépendant du profil des investisseurs privés, ce n'est pas toujours obligatoire pour ceux-ci d'avoir une due diligence avant d'investir. Il rappelait aussi sa première acquisition d'entreprise pour laquelle il s'était contenté de vérifier l'information financière lui-même et de poser quelques questions au cédant.

En conclusion, cette hypothèse est validée. La due diligence est un outil essentiel pour rassurer les organismes bancaires ainsi que les investisseurs privés lors d'une opération de M&A. Montrant à la fois le sérieux de la demande de financement et le bien fondé du montant de financement demandé. Il demeure néanmoins que dans le cas des investisseurs privés, elle peut être d'une moins grande utilité. Cette conclusion valide ce que nous avons énoncé dans la partie théorique de notre mémoire dans la section des [conséquences de la due diligence](#).

### **4.3. Éléments supplémentaires :**

Dans cette sous-section, nous aborderons des éléments supplémentaires que nous avons questionnés au cours de nos interviews. Ces éléments ne faisaient pas partie de nos hypothèses, mais, nous estimons qu'ils sont pertinents et apporterons des informations supplémentaires utiles sur le sujet.

#### *4.3.1. Difficultés particulières lors d'un processus de due diligence :*

##### *4.3.1.1. L'accessibilité de l'information :*

Il ressort des interviews un changement de dogme. L'une des difficultés qui ressortaient de la littérature était le manque d'accessibilité de l'information. De nos jours, avec l'arrivée des data rooms, nous sommes dans un phénomène différent. Le praticien reçoit énormément d'information et il lui revient la tâche de sélectionner dans ce flux de données les

informations pertinentes pour la due diligence. La difficulté à présent est de traiter l'ensemble des informations pour récupérer celles qui sont pertinentes et en faire une synthèse.

#### 4.3.1.2. La collaboration :

Dans certains cas, comme le soulève M. Peffer, il peut y avoir une mauvaise collaboration du personnel pour donner les informations nécessaires, par peur du changement ou, car ils sont débordés avec la charge journalière, mais, c'est assez rare. Cela rejoint aussi ce que M. Thoma répond, expliquant que le comptable peut parfois être débordé et collaborer de mauvaise grâce. Ceci demeure plutôt rare et dans la majorité des cas cela se passe bien.

Dans le cas de M. Marchal, la mauvaise collaboration du vendeur a été un frein à la progression de la transaction. Il a fallu de nombreuses propositions et contre-propositions pour clôturer l'opération. En tout, il aura fallu 1 an, là où le praticien expliquait que dans des cas semblables, il fallait compter 6 mois maximum pour boucler l'opération.

#### 4.3.2. Limitation sur le volet social :

La principale limitation dans le cadre du volet social c'est l'assessment des gens. Les aspects légaux, la vérification des contrats, le respect des règlements du travail, le respect des lois sociales, le droit du travail, etc. sont passés en revues dans le volet social, mais la partie soft-skills des gens n'est pas aisément vérifiable ni quantifiable. Or, selon M. Serghini, c'est la principale valeur ajoutée des sociétés de services.

#### 4.3.3. Valeur boursière comme indicateur de la valeur intrinsèque :

Tant M. Peffer que M. Serghini s'accordent sur l'impact d'éléments subjectifs dans la valeur boursière, ou d'éléments macroéconomiques. Aussi, M. Peffer prenait un exemple d'une entreprise cotée en bourse dont les provisions n'étaient pas actées et qui affectaient de manière significative la valeur de l'entreprise. M. Serghini illustre son expérience dans une entreprise boursière où la simple annonce d'une discussion de projet d'une opération de M&A faisait passer le cours de l'action de 60 € à 80 € sur le temps d'un weekend. Mais encore, M. Thoma explique que même dans le cadre des PME, pour lesquelles il est actif, la valeur de cession peut être nettement supérieure à la valeur anticipée, dans le cas de synergies par exemple. Et qu'il observe en général des primes assez importantes par rapport à la valeur boursière dans les M&A de sociétés cotées.

Tous ces éléments indiquent que la valeur boursière est un indicateur, qu'il peut être utilisé dans la valorisation d'une entreprise, mais dont, la volatilité et la subjectivité sont trop importantes que pour servir de base pour valoriser l'entreprise.

#### 4.3.4. Comment la présence de comptes audités influe sur la méthodologie des praticiens dans le volet de la revue financière ?

Selon nos interviewés, il est important de rester prudent. L'information financière devrait quoi qu'il en soit être passée en revue. Il s'agit d'une première source d'information permettant de réduire déjà une partie du risque, mais il est plus prudent de révéifier les comptes audités. M. Peffer donne l'exemple d'un cas de conflit d'intérêts qu'il a connu lors de sa carrière entre le cabinet d'auditeur qui auditait la cible et le fait même de racheter la cible. Un autre exemple rappelé par M. Thoma, le cas Enron souligne que comptes audités n'est pas garantie de risque zéro. Cependant, des comptes audités permettent de déjà avoir plus de confiance que dans des comptes non audités et doivent permettre à l'acquéreur de concentrer sa due diligence sur d'autres aspects.

#### 4.3.5. Autres impacts de la due diligence:

##### 4.3.5.1. La rapidité de la vente :

Il ressort principalement de l'interview de M. Peffer que la due diligence permet la rapidité de la vente, en permettant le contact immédiat avec des candidats potentiels avec une due diligence vendeurs.

##### 4.3.5.2. Montrer le sérieux de l'acheteur :

Dans le cas de M. Marchal, la due diligence a servi à appuyer sa volonté de rachat de l'entreprise et montrer sa volonté de négocier le rachat. Celle-ci a augmenté le crédit de sa demande et a permis de démarrer vraiment le processus de négociation et la procédure de rachat.

##### 4.3.5.3. Changement de perspectives :

Le vendeur, ou l'acheteur en discutant avec les différents experts lors de la due diligence peut se rendre compte d'une optimisation fiscale à faire concernant l'acquisition ou la fusion. Nous en discutons brièvement dans la partie théorique concernant le volet fiscal et c'est confirmé par M. Peffer. De plus, le vendeur peut se rendre compte, énonce-t-il, de la possibilité de vendre son activité, mais de garder le bâtiment dans lequel l'exploitation a lieu, ceci servant

d'exemples pour illustrer les changements potentiels de perspectives à la suite de la due diligence.

#### 4.3.6. *Quels sont les volets de la due diligence en pratique ? :*

Il n'y a pas de réponse universelle à cette question. Chaque due diligence aura sa propre lettre de mission et donc, ses particularités. Il ressort que dépendant du profil de l'acquéreur, tantôt « cow-boy » tantôt prudent, la tolérance de l'exposition aux risques et donc le budget alloué à la due diligence changeront.

De plus, le profil de l'entreprise cible entre en ligne de compte aussi. Une petite PME de boulangerie n'aura pas le même risque environnemental qu'une entreprise active dans la pétrochimie telle que Solvay par exemple. Le risque étant différent, l'intérêt du volet en lui-même, dans ce cas la rubrique environnementale, sera différent lui aussi.

Cependant, il y'a un point qui revient systématiquement dans les interviews, c'est l'importance de la revue financière dans la due diligence. La littérature nous indiquait aussi qu'il s'agissait d'une rubrique de haute importance et cela se confirme sur le terrain d'après nos recherches. La subtilité étant que dans la littérature, les volets fiscaux, légaux, sociaux, immobiliers et même environnementaux sont distincts de la revue financière. Néanmoins, il semble d'après nos interviews que celles-ci soient mixées à la revue financière. Dans l'hypothèse que des questions particulières de valorisations, d'un immeuble par exemple, ou d'évaluation des risques de pollution des sols surviennent, le réviseur ou l'expert-comptable certifié chargé de la due diligence fera appel à d'autres experts.

## 5. Conclusion

### 5.1. **Rappel des objectifs :**

Les objectifs de ce mémoire étaient de répondre à notre question de recherche : « Quels sont les impacts de la due diligence dans un processus d'acquisition ? » tout en apportant une plus grande compréhension aux lecteurs découvrant le sujet sur ce qu'est une due diligence, son déroulement et ses objectifs. Ainsi que d'apporter une explication sur les raisons pour lesquelles la due diligence est devenue la best practice en matière de M&A.

### 5.2. **Synthèse des résultats :**

#### 5.2.1. *Impacts de la due diligence avérés :*

Pour reprendre les principaux éléments de notre partie pratique, il ressort que la due diligence a un impact potentiellement très important dans la période s'étendant du premier contact entre la cible et l'acquéreur à la conclusion de l'accord de vente. En effet, elle peut conduire à l'abandon pur et simple de l'opération de M&A dans l'hypothèse où trop de problèmes seraient identifiés. Qui plus est, dans la phase de négociations la due diligence permet d'avoir un argument de négociation des prix par la découverte d'éléments réduisant la valeur de l'acquisition. Par exemple, des provisions inférieures à ce qu'elles devraient être ou la présence d'une concentration du chiffre d'affaires sur un faible pourcentage de la clientèle.

Aussi, bien que la première hypothèse soit nuancée vis-à-vis de la réduction de l'asymétrie de l'information, dans le sens où celle-ci n'est pas complète, la due diligence permet toutefois d'avoir une information plus équilibrée à l'ouverture que dans l'absence de celle-ci.

En outre, la due diligence permet un accès plus aisé aux investisseurs de type organismes. Qu'il s'agisse de banques, ou d'aides régionales à l'investissement par exemple. Sans due diligence, ces investisseurs ne poursuivent en général pas avec la transaction. Il est à noter cependant que dans le cas d'investisseurs privés, le profil d'aversion au risque de ceux-ci déterminera leur sensibilité à la présence ou à l'absence d'une due diligence.

D'une façon générale, elle permet de se prémunir des risques liés aux éléments vérifiables et quantifiables et valider l'information financière. Cette dernière étant d'ailleurs régulièrement le seul volet couvert par la due diligence dans le cas des opérations de M&A dans les PME.

### 5.2.2. Limites de la due diligence :

Si la due diligence joue un rôle essentiel dans les phases préliminaires de l'acquisition, elle présente toutefois certaines limites, notamment sur les aspects non quantifiables et non vérifiables.

L'aspect pour lequel c'est le plus marqué, c'est sur la non-réduction des échecs post-M&A de manière générale. Ceci, car à l'accoutumée, les échecs post-M&A sont dus à des facteurs qui ne sont pas vérifiables, des éléments tels que la culture d'entreprise. Celle-ci, ou plutôt le manque de cooptation entre deux cultures fondamentalement différentes est la principale cause des échecs post-M&A. L'on comprend aisément à la lecture des résultats de la recherche qu'évaluer une culture d'entreprise, ou même le côté social d'une entreprise est complexe.

Cependant, là où la due diligence peut tout de même avoir un impact après la conclusion de l'accord, c'est que si elle a été correctement effectuée, les éléments vérifiables qui pourraient mettre en péril la continuité de l'entreprise devraient avoir été identifiés. De plus, il peut y avoir à la suite d'une due diligence d'établir des garanties dans le contrat de cession, protégeant l'acquéreur contre les vices cachés ou même contre les risques environnementaux si cela fait partie des conditions inscrites dans la convention de vente. En ce sens, il y'a un impact sur l'avenir dans l'entreprise.

### **5.3. Limites de l'étude :**

Il est important d'émettre quelques limitations à notre étude. Tout d'abord, la méthode que nous avons choisie est la méthode qualitative. Celle-ci implique souvent un échantillon plus restreint et nous pensons qu'il est possible qu'une part de subjectivité influence les réponses de nos interviewés. Bien que l'échantillon soit plus restreint, nous estimons cependant que le panel diversifié d'acteurs que nous avons sélectionné permet de mitiger le risque de subjectivité liée à la taille de l'échantillon. Si nous avions eu davantage de répondants voulant participer à nos interviews, il est possible que le risque de subjectivité soit encore davantage diminué, notamment en matière de sélections des candidats.

Néanmoins, en matière de récolte d'informations, nous pensons que nous avons atteint une saturation du sujet et que peu d'informations fondamentalement différentes auraient été

récoltées avec un nombre supérieur d'interviews. Pour appuyer nos propos, nous nous basons entre autres sur le fait que les différents interviews se corroboraient les uns les autres.

Nous avons essayé de rester vigilants dans l'interprétation de nos résultats, en étant attentifs à être objectif et critique vis-à-vis de nos hypothèses et des réponses liées. Toutefois, une part d'erreur humaine et une faible subjectivité peuvent être considérées.

Enfin, notre étude a été uniquement réalisée sur le territoire belge, cette limite géographique peut influencer les résultats obtenus, car tant les entreprises que les pratiques des professionnels des opérations de M&A sont susceptibles de varier d'un pays à l'autre.

#### **5.4. Perspectives pour des recherches futures :**

Cette étude ouvre des perspectives de recherche futures :

Premièrement, comme il ressortait des limitations de notre recherche, il peut être intéressant d'étendre les frontières de la recherche à des territoires hors Européens, comme les États-Unis par exemple, afin de mettre les résultats en perspective et d'observer les différences en matière de pratique de la due diligence.

Deuxièmement, au vu des obligations environnementales de plus en plus sérieuses et étant donné qu'il demeure rare que les due diligences contiennent une revue environnementale, il est intéressant de suggérer des recherches futures sur les changements de dogme en la matière.

Troisièmement, il pourrait aussi être intéressant de quantifier l'ampleur de la réduction du prix à la suite de la due diligence, bien que des limitations techniques puissent compromettre la recherche. Des limitations telles que l'accessibilité restreinte des informations. De plus, les impacts de la due diligence restent dans l'ensemble difficilement quantifiables.

Dernièrement, mettre en perspective les différences dans la pratique de due diligence entre les opérations de M&A sur les PME versus les entreprises cotées pourrait être une piste de recherche à explorer.

## 6. Bibliographie

- Arango T, (2010). How the AOL-Time Warner Merger Went So Wrong. NY Times. En ligne : <https://www.nytimes.com/2010/01/11/business/media/11merger.html> . Consulté le 23/09/24
- Armstrong, R., Kirk, S., (2013). HP and Autonomy: how to lose \$8.8bn. Financial Times. En ligne : <https://www.ft.com/content/7a52adb4-b70d-11e2-a249-00144feabdc0> Consulté le 17/09/24
- Berkman, J. W., (2013). Due Diligence and the Business Transaction: Getting a deal done. Apress.
- Bloomberg Law. (2024) Legal Due Diligence En ligne. <https://pro.bloomberglaw.com/insights/contracts/due-diligence/> Consulté le 06/10/24
- Chapelle, P. d. (2008). La valeur dite fondamentale. Springer.
- Cambridge Dictionary. (2024). Impairment definition. En ligne. <https://dictionary.cambridge.org/fr/dictionnaire/anglais/impairment> Consulté le 13/12/24.
- CNC. (2012). Avis CNC 2012/13 — Le traitement comptable des immobilisations incorporelles En ligne. [https://www.cnc-cbn.be/fr/avis/le-traitement-comptable-des-immobilisations-incorporelles#footnote2\\_n82hfq5](https://www.cnc-cbn.be/fr/avis/le-traitement-comptable-des-immobilisations-incorporelles#footnote2_n82hfq5) Consulté le 13/12/24.
- CNC. (1986). Avis CNC 150/1 - Immobilisations corporelles - Distinction par rapport aux stocks. En ligne. <https://www.cnc-cbn.be/fr/avis/immobilisations-corporelles-distinction-par-rapport-aux-stocks> Consulté le 13/12/24.
- Daley, B., Geelen, T., Green, T., (2024) Due Diligence. The Journal of Finance, Vol LXXIX, No. 3. DOI: 10.1111/jofi.13322
- Dikova, D., Sahib, P. & van Witteloostuijn, A. Cross-border acquisition abandonment and completion: The effect of institutional differences and organizational learning in the international business service industry, 1981–2001. *J Int Bus Stud* **41**, 223–245 (2010). <https://doi.org/10.1057/jibs.2009.10>
- Économie gouvernement belge. (2024) Aperçu de l'activité économique en Belgique. En ligne. <https://economie.fgov.be/fr/themes/entreprises/analyses-economiques/conjoncture-en-belgique/aperçu-de-l'activité-economique#:~:text=La%20Belgique%2C%20petite%20économie%20ouverte,%2C7%20milliards%20d%27euros.> Consulté le 23/10/24.

- Économie gouvernement belge. Qu'est-ce que la propriété intellectuelle ? En ligne. <https://economie.fgov.be/fr/themes/propriete-intellectuelle/innovation-et-propriete/quest-ce-que-la-propriete>. Consulté le 28/10/24.
- Forvis mazars. Le glossaire : Goodwill. En ligne. <https://www.forvismazars.com/fr/fr/services/financial-advisory/glossaire-definition/g/goodwill>
- Graham K., (2020). Don't make this common M&A mistake. Harvard Business Review. En ligne. <https://hbr.org/2020/03/dont-make-this-common-ma-mistake> Consulté le 17/10/24.
- Guest, Greg & Bunce, Arwen & Johnson, Laura. (2006). How Many Interviews Are Enough?. Field Methods—FIELD METHOD. 18. 59–82. 10.1177/1525822X05279903.
- Harroch R., Lipkin, D., Smith, R., Cook, J., (2019) A Comprehensive Guide to Due Diligence Issues In Mergers And Acquisition. Forbes. En ligne. <https://www.forbes.com/sites/allbusiness/2019/03/27/comprehensive-guide-due-diligence-issues-mergers-and-acquisitions/> Consulté le 15/09/24
- Hall, A. How to Address Intellectual Property Issues in Mergers and Acquisitions En ligne. <https://aaronhall.com/how-to-address-intellectual-property-issues-in-mergers-and-acquisitions/> Consulté le 21/10/24.
- Hayes A. Mergers and Acquisitions (M&A) : types ,structures and valuations. Investopedia. En ligne. <https://www.investopedia.com/terms/m/mergersandacquisitions.asp> Consulté le 14/10/24.
- Hitt M. A., Ireland R. D., Hoskisson R. E. (2003). Strategic Management: Competitiveness and Globalization (Concepts and Cases). South-Western:
- Hossain MS (2021) Merger & acquisitions (M&As) as an important strategic vehicle in business: thematic areas, research avenues & possible suggestions. J Econ Bus 116:106004. <https://doi.org/10.1016/J.JECONBUS.2021.106004>
- Howson, P., (2003). The critical stage in Mergers and Acquisitions: Due Diligence, Gower.
- Icci. (2014). Overname en overdracht van KMO's. De toegevoegde waarde van het due diligence onderzoek - transmission et reprise de PME. La valeur ajoutée de processus de due diligence. IRE
- IFAC. (2023). Norme internationale de services connexes 4400 (révisée). En ligne. <https://www.ibr-ire.be/docs/default-source/fr/documents/reglementation-et->

[publications/normes-et-recommandations/normes/isrs-4400-revisee-fr-avecconfamd-isqm-def.pdf?sfvrsn=270610db\\_3](https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/meetings/2013/january/iasb/conceptual-framework/ap9b-definition-of-liability.pdf?sfvrsn=270610db_3)

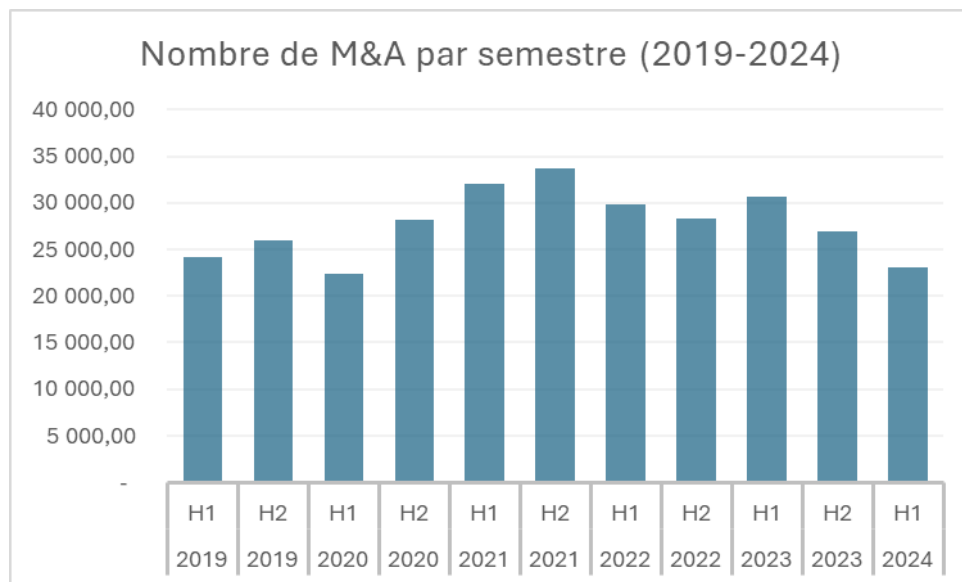
- IFRS. (2013). Conceptual Framework: Definition of a liability. En ligne. <https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/meetings/2013/january/iasb/conceptual-framework/ap9b-definition-of-liability.pdf> Consulté le 13/12/24.
- IFRS. (2013). Conceptual Framework: Definition of an asset. En ligne. <https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/meetings/2013/january/iasb/conceptual-framework/ap9a-definition-of-asset.pdf> Consulté le 13/12/24.
- Just T., Stapenhorst H., Reich S., (2018). Real Estate Due Diligence: A guideline for practitioners. Springer. DOI 10.1007/978-3-319-62510-2
- Kumar, D., Sengupta, K. & Bhattacharya, M. M & A Negotiations : Role of Negotiation Process, Ownership and Advisors on Deal Completion. Group Decis Negot 32, 1083–1115 (2023). <https://doi.org/10.1007/s10726-023-09835-z>
- L'Écho. (2024). Apple redevient la plus importante capitalisation boursière au monde En ligne. <https://www.lecho.be/les-marches/analyse/apple-redevient-la-plus-importante-capitalisation-boursiere-au-monde/10550892.html> Consulté le 23/10/24.
- Larousse. (2024). Définition de « Déprécier ». En ligne. <https://www.larousse.fr/dictionnaires/francais/déprécier/23902>
- Lessambo, F. (2021). Due Diligence. In: U.S. Mergers and Acquisitions. Palgrave Macmillan, Cham. [https://doi.org/10.1007/978-3-030-85735-6\\_3](https://doi.org/10.1007/978-3-030-85735-6_3)
- Lejoint, F. (2011). Daimler et Chrysler, une fusion contre-nature. L'Écho. En ligne. <https://www.lecho.be/les-marches/actu/general/daimler-et-chrysler-une-fusion-contre-nature/9100164.html> consulté le 25/09/24.
- Luckerson, V. (2015). How Google perfected the Silicon Valley acquisition En Ligne. <https://time.com/3815612/silicon-valley-acquisition/> Consulté le 15/09/24
- Matuszewski, M. (2020). Kluczowe obszary due diligence w procesach fuzji i przejęć w sektorze górnictwym. Inżynieria Mineralna, 1(1), 41–46. <https://doi.org/10.29227/IM-2020-01-06>. Traduit en anglais par Vochozka et al, (2023)
- Montlake S. (2013). Cat Scammed: How A U.S. Company Blew Half A Billion Dollars In China
- Forbes. En ligne. <https://www.forbes.com/sites/simonmontlake/2013/02/13/cat-scammed-how-a-u-s-corporation-blew-half-a-billion-in-china/> Consulté le 03/10/24

- Padoan B., (2021). Inondations : Walibi ne rouvrira pas avant octobre. Le Soir. En ligne. <https://www.lesoir.be/386542/article/2021-07-28/inondations-walibi-ne-rouvrira-pas-avant-octobre> Consulté le 9/12/24
- PWC (2024). Global M&A Industry Trends. 2024 Mid-Year Outlook En Ligne. <https://www.pwc.com/gx/en/services/deals/trends.html> consulté le 05/09/24
- Peters, A., Krieger, H., & Kreuzer, L. (2020). Due diligence: the risky risk management tool in international law. *Cambridge International Law Journal*, 9(2), 121–136. <https://doi.org/10.4337/cilj.2020.02.01>.
- Pluchart, JJ. L. B. (2014). Vers une approche constructionniste du processus d'évaluation de l'entreprise. *Recherche en Sciences de Gestion*, n° 100, 49-70.
- Roodman, D. (2012). *Due Diligence : An Impertinent Inquiry into Microfinance*. Washington: Centre for Global Development/Brookings Institution Press.
- Reed A., Elson, C., (2010) *The art of M&A Due Diligence. Navigating critical steps and uncovering crucial data*. McGrawHill.
- Straub T. (2006) *Reasons for frequent Failure in Mergers and Acquisitions: A comprehensive analysis*. Gabler Edition Wissenschaft.
- Shobhit S. (2024). Top Reasons why M&A deals fails. Investopedia. En ligne. <https://www.investopedia.com/articles/investing/111014/top-reasons-why-ma-deals-fail.asp> Consulté le 17/10/24.
- Vochozka, M., Máška, J., & Kovač, V. (2023). Role of due diligence in business takeover. *Ekonomia i Prawo. Economics and Law*, 22(3), 635–654. <https://doi.org/10.12775/EiP.2023.034>.
- Wade, J. (2010). The Failed Merger of AOL/Time Warner. *Risk Management (00355593)*, 57(4), 22.
- Walker, C. (2018). 3 Common M&A Pitfalls, and How to Avoid Them. *Harvard Business Review Digital Articles*, 2–4.

## 7. Annexes

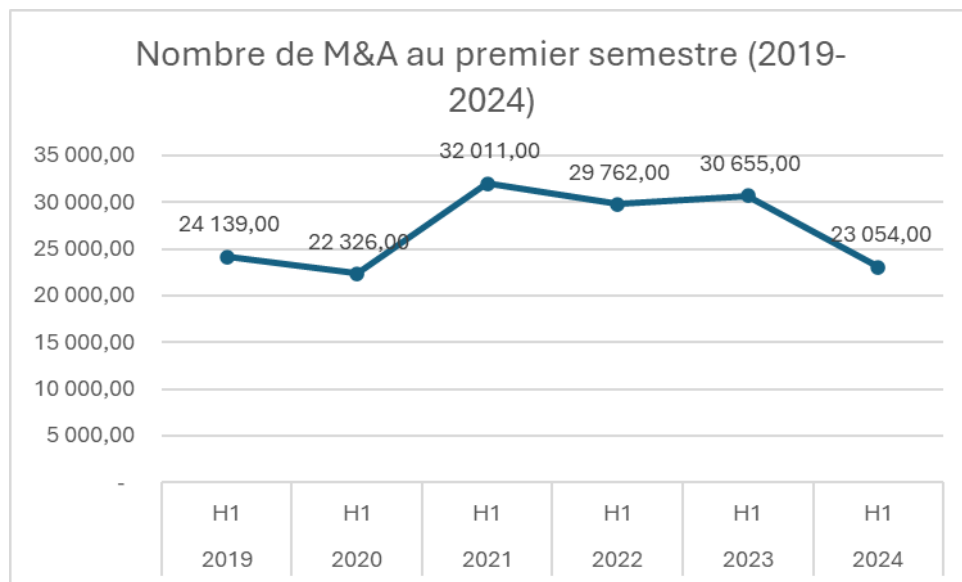
### 7.1. Illustrations :

#### 7.1.1. Figure 1 Nombre de M&A semestriel



Source : PwC Analysis (2024)

#### 7.1.2. Figure 2 Nombre de M&A au premier semestre de chaque année (2019-2024)



Source : PwC Analysis (2024)

## 7.2. Tableaux :

### 7.2.1. *Tableau 1 : Synthèse des principaux volets d'une due diligence (IRE)*

Type d'audit	Par qui	Objectifs principaux de la <i>due diligence</i>	Dans quels cas
Comptable et financier	Réviseur d'entreprises	Les états financiers reflètent fidèlement le patrimoine, la situation financière et les résultats, et, en particulier, tous les engagements et risques identifiables y sont renseignés adéquatement ; la comptabilité est tenue conformément aux dispositions légales et réglementaires applicables en Belgique	Toujours
Fiscal	Expert fiscal ou réviseur d'entreprises	Identification des risques liés à : - un éventuel non-respect de la réglementation fiscale (impôt des sociétés, TVA, accises, etc.) - la composition fiscale du capital - la possibilité d'une interprétation différente d'une situation par l'administration fiscale, la qualification fiscale des fonds propres, statut des pertes fiscales, etc.	Toujours
Légal	Avocat spécialisé	Analyser les statuts, et plus particulièrement les clauses relatives à l'objet social, la gouvernance et la transmission des actions. Analyser les contrats importants pour en déterminer l'impact sur la vie future de l'entreprise. Vérifier le respect du Code des sociétés.	Surtout lorsque la société compte de nombreux actionnaires
Social	Avocat spécialisé	Vérifier le respect de la législation sociale (conditions de travail, règlement de travail, vacances, remboursement des frais, ancienneté, calcul des cotisations sociales, etc.). Déterminer les avantages octroyés, notamment en matière de pension ou de licenciement (golden parachute). Vérifier le respect des obligations en matière de conseil d'entreprise. Vérifier l'absence de litiges avec d'anciens membres du personnel.	Indispensable lorsque le nombre de membres du personnel atteint un certain niveau
Urbanistique et environnemental	Avocat spécialisé	Confirmer l'exploitabilité de l'activité dans les locaux occupés (permis d'exploitation, permis d'environnement, etc.). Existence du permis d'urbanisme pour les bâtiments récents. Obligations éventuelles en matière d'assainissement des sols, etc.	Lorsqu'un bien immobilier significatif est détenu et toujours si une exploitation industrielle actuelle ou antérieure
Immobilisations incorporelles	Avocat spécialisé	Propriété et durée (espérée) de vie des concessions, brevets, licences, etc.	Toujours
Immobilisations corporelles	Expert spécialisé	Valeur de marché des immeubles et du matériel de production. Etat du matériel de production, obsolescence, nécessité de gros entretiens, etc.	Toujours

Source : ICCI (2014)

### 7.2.2. Tableau 2 Différences entre audit et due diligence financière

	<i>Audit</i>	<i>Financial due diligence</i>
Aim	Verify results and present a 'true and fair' picture	Establish underlying profit Flush out 'black holes' and negotiating issues
Focus	Past Independent verification of numbers to give assurance as to the reliability of historical financial information	Past and future Understand why the results are what they are Focus on key drivers of a business
Scope	Defined by statute and regulation	Often limited just to key issues
Access	Unrestricted	Might be restricted
Evidence	Substantive and compliance testing	Interview-based

Source : Howson (2003)

## 7.3. Verbatims des interviews :

### 7.3.1. Interview avec Éric Marchal : Entrepreneur ayant acheté une entreprise : Verbatim (10/12/24)

Légende :

J : Désigne l'intervieweur

E : Désigne Éric Marchal

Retranscription :

#### **Introduction :**

J : Bonjour M. Marchal. Merci d'avoir accepté cette interview et de me consacrer du temps.

E : Bonjour Mr Vandyck, avec plaisir.

J : Voilà, pour commencer je voudrais mettre un peu de contexte autour de cette interview et expliquer le but du mémoire et l'objectif des interviews.

E : OK

J : Donc le but du mémoire c'est d'apporter une nouvelle lumière sur... euh... Quels sont les impacts concrets qu'ont une due diligence dans un processus d'acquisition et de sonder des profils différents, à travers des interviews qualitatives pour apporter des éléments nouveaux et sous une perspective différente. [Pause] et en fait, la difficulté c'est de quantifier ces impacts-

là... Euh notamment parce qu'on n'est pas dans un cas où l'on peut aisément chiffrer ces impacts, ni dans un cas où des réponses binaires « oui/non » apporterait des informations. [Pause] En fait, on peut plus facilement répondre à la question « Qu'est-ce qu'il se passe quand on ne la fait pas ? » Que l'inverse...

E : Ce n'est pas une obligation légale ?

J : Non, il n'y a aucune obligation légale.

E : La due diligence c'est en général plutôt euh du côté du vendeur ou de l'acheteur ? Moi je connais que mon cas évidemment...

J : En principe il y a deux due diligences différentes, l'une c'est la « vendor due diligence » où le vendeur va pouvoir dire à l'acheteur : « Regardez ma société, voici le rapport de due diligence » pour montrer patte blanche...

E : OK

J : C'est un argument supplémentaire que le vendeur peut avoir pour vendre, mais dans la pratique c'est assez rare, l'acheteur en fera probablement une derrière aussi.

E : C'est faire deux fois le boulot en soi

J : Yes, [Pause] ensuite il y a la « Due diligence d'acquisition » qui est celle en règle générale qui est pratiquée et demandée et... celle que vous avez demandée en fait.

E : Oui oui c'est ça, je me demandais si c'était toujours ainsi. [Pause] Ça m'avait quand même coûté 15 000 balles, c'est 40 pages de rapport et pourtant c'est qu'une petite PME... Quand on voit, c'est quand même beaucoup de boulot et même maintenant quand je relis le dossier, je trouve que c'est super intéressant.

J : Oui en effet, je trouve que c'est super intéressant et... et lire ce type de rapport l'est aussi parce que ce n'est pas une information qu'on trouve facilement. [Pause] Ce n'est pas le genre de choses que les boîtes postent, en général, elles le gardent en interne. Et c'est aussi une difficulté supplémentaire pour évaluer les impacts, c'est que les rapports ne sont pas accessibles.

E : Oui, je comprends, et d'où l'intérêt aussi des interviews

J : Exactement.

J : Et aussi ce qui est intéressant c'est d'avoir des professionnels avec des backgrounds différents parce que, vous avec vos yeux d'entrepreneur, vous n'avez peut-être pas la même vision qu'un réviseur. À commencer déjà par le fait que vous soyez client dans ce cas et non le praticien qui exécute la mission.

E : Ça fait sens en effet.

### **Interview :**

J : Alors, ma question de recherche c'est : « Quels sont les impacts de la due diligence dans un processus d'acquisition ? » [Pause] On va essayer d'y répondre aujourd'hui.

E : Je me souviens de la question en effet... Je vais répondre sincèrement et de mon mieux.

J : Merci

J : Êtes-vous d'accord de partager les informations échangées ici dans le cadre académique, pour un mémoire ouvert au public, ou souhaitez-vous qu'il soit fermé au public ?

E : Elles peuvent être ouvertes, sauf les chiffres confidentiels évidemment, mais les identités et tout ça peuvent être divulgués.

J : Super, merci

J : Quelle est votre formation ?

E : Secondaire supérieur [Pause] en général comme on disait dans le temps... [Rires] je ne sais pas si ça existe encore oui ?

J : Euh... oui, je crois, bien [Rires] j'étais aussi en général

J : Quel(s) métier(s) avez-vous exercé, ou exercez encore ?

E : Gérant d'entreprise.

J : Et avant ?

E : Avant rien. C'est mon premier boulot, ouais non enfin... oui non en effet, j'étais vendeur au préalable... euh... Vendeur en commerce.

J : D'accord et comment êtes-vous passé de l'un à l'autre ?

E : Historiquement je suis le premier employé du magasin et petit à petit je suis devenu responsable, employé par les anciens gérants dans un premier temps et ensuite gérant à mon compte, toujours pour les anciens patrons et j'avais envie d'aller plus loin que ça, j'avais envie de ne plus dépendre d'un patron et construire mon indépendance et j'ai donc lancé les pourparlers pour le rachat.

J : C'est vraiment un cas intéressant, parce qu'on est dans un rachat interne. C'est... différent d'un cas de rachat d'une cible euh... inconnue.

E : J'imagine bien que c'est différent en effet, parce que j'étais déjà dans la gestion avant le rachat.

J : Oui voilà, donc peut être que les volets abordés de la due diligence dans ce cas sont différents. Mais super. [Pause]

J : Donc, a priori, le terme due diligence vous dit quelque chose, non ?

E : En fait, je ne savais pas que ce que j'avais fait à l'époque du rachat des parts s'appelait comme ça, mais a priori oui j'en ai fait une... et euh après confirmation avec la personne qui s'en est occupée... C'est bien ce dont il s'agit et après notre discussion je confirme encore que c'était bien ça. Mais objectivement, je n'avais plus du tout le nom en tête. [Pause] En fait, on m'avait présenté au préalable un mémorandum de mission et j'ai retenu le terme de

mémorandum. Mais j'ai appris par la suite que c'était un mémorandum relatif à la due diligence. [Pause]

J : C'est ça oui, donc vous avez été client d'une due diligence.

**Test des hypothèses :**

J : Le but ici c'est de tester mes hypothèses euh... qui ont été établies suite à ma revue de littérature et... Je vais vous poser des questions en lien avec celles-ci.

**J : Est-ce que d'après vous, la due diligence a permis de limiter l'asymétrie de l'information lors du processus d'acquisition ? Donc ici, dans le cadre de votre expérience vécue.**

E : OK. Bah en fait ça m'a servi à objectiver les chiffres euh... à mon niveau. [Pause] Parce que euh... Je n'étais pas dans le secret des gérants donc ça a permis d'objectiver la valeur de net de rachat selon plusieurs méthodes d'évaluation et aussi d'avoir l'avis d'un expert qui estimait si, sur le marché, cette société valait la peine d'être rachetée et si elle valait la peine d'être rachetée à ce prix-là ou pas. Ou s'il fallait chercher quelque chose d'autre sur le marché. Cette due diligence m'a permis d'ouvrir les yeux et ça nous a servi aussi d'outil de négociation.

J : Oui Oui je vois.

E : Parce que les propriétaires ne connaissaient pas forcément non plus la valeur de la société donc ça a fonctionné comme outil pour moi de voir... de savoir si moi et mes investisseurs on pouvait acquérir cette société et voir si elle valait vraiment ce qui était demandé et nous servir d'outil de négociation pour tomber d'accord sur une valeur de rachat en fait.

J : Et encore, votre cas est particulier parce que vous me disiez euh... un peu avant... que vous étiez déjà gérant. Ce qui veut dire que vous connaissiez déjà le management et...

E : C'est un « management buyout » sauf que je n'avais pas du tout le... levier financier. J'avais pas les... enfin les états de stocks, je les connaissais déjà plus ou moins, mais voilà vraiment la finance de la boîte je ne la connaissais pas du tout.

J : OK oui.

E : Donc quand le vendeur est venu avec une première estimation... un premier prix, qui me paraissait élevé à la louche ben... les premières estimations ont montré qu'on était très loin de la valeur... enfin de la valeur demandée... [Rires]

J : [Rires]

**J : Et donc, d'après vous, ça vous a permis en fait de payer le juste prix aussi ?**

E : Ça m'a permis de euh... de payer le juste prix effectivement. [Pause] On a eu avec les méthodes d'évaluation des valeurs nettes comptables modulo... Voilà on avait une fourchette haute, une fourchette basse, mais que le prix devait s'inscrire dans cette fourchette-là.

J : Dans un cas comme ça, quand vous voulez racheter une... une boîte, il y'a la valeur comptable, certes, mais aussi la valeur du futur.

E : Exactement.

J : Donc il peut y avoir un goodwill... Qui peut expliquer que le prix payé soit supérieur à la valeur comptable.

E : Oui voilà tout ça est expliqué et repris dans la due diligence. Ça nous a permis de voir clair et de... De savoir à minima et à maxima ce qu'on pouvait mettre par rapport à la valeur du marché. Et ce que l'expert estime « à valoir » au-delà de cette valeur-là, il m'aurait déconseillé d'acheter, il m'aurait dit « Écoute, tu vas faire ton shopping sur le marché et on te trouvera autre chose. ».

J : OK oui.

E : Même s'il pouvait estimer qu'étant moi-même gérant de la société ça valait quelque chose, donc je prenais déjà moins de risques à racheter la cible, que je connaissais par rapport à une autre société ou magasin que je ne connaissais pas, mais néanmoins, ça ne pouvait pas être surestimé à euh... très au-delà de la valeur. Parce que même les banques n'auraient pas suivi.

J : Non, non tout à fait. Ça aussi c'est l'un des... enfin vous me demandiez si la due diligence était une obligation légale. [Pause] Ce n'est pas une obligation légale, maintenant, en règle générale, si on va dans une banque pour leur demander un financement pour racheter une entreprise à hauteur de 1 Million d'€ par exemple, et ça, sans avoir une due diligence derrière pour la cible, la banque elle ne sera pas trop d'accord...

E : Non c'est certain, ou alors la banque va mandater des experts ou un... un réviseur peut-être ou... voilà... Non, c'est certain ils ne vont pas...

J : En fait, si c'est ton cash à toi, tu fais ce que tu veux et c'est ce qui se passe parfois.

E : Entendu.

J : À même titre, plein de boîtes connaissent des échecs de M&A chaque année, et notamment pour cause de due diligence bâclée ou non effectuée. Vu que c'est une mission contractuelle, la mission se limite à ce qui est mis dans la lettre de mission...

**J : Est-ce que la due diligence a permis de connaître en détail l'entreprise cible lors de l'acquisition ? C'est-à-dire, a-t-elle permis d'aller plus loin que juste les chiffres ?**

E : Ici dans mon cas de figure, je suis un petit peu biaisé parce que toute cette partie-là, je la gérais déjà avant puisque c'est un management buyout. Donc ça, j'avais moins de risques d'acheter cette cible-là plutôt qu'une autre parce que ça faisait déjà plus ou moins une bonne dizaine d'années que je gérais tous ces aspects-là. Les gestions de stocks, les négociations fournisseurs, achat-vente, fixer les marges, euh... la politique commerciale, euh... tout ça, ça faisait déjà partie de mes attributions, même déjà comme salarié à l'époque comme manager avant même d'être indépendant c'est moi qui le gérais... donc cet aspect-là évidemment par rapport à votre travail, ça concerne peut-être un peu moins le rachat que j'ai fait, mais...

J : Ah non pas du tout, c'est intéressant aussi, parce que [Pause] vous avez été client d'une due diligence et ça montre que dans certains cas, cette partie-là en fait n'est pas vraiment d'application.

E : Oui voilà, je crois, en effet que dans le cas d'un management buyout par un manager qui était vraiment actif dans la boîte, sauf dans le cas d'une multinationale où il ne sait gérer qu'une partie, mais ici, dans le cas d'une PME, où il y'a un vrai working manager, bah tout ça quelque part, je n'ai même pas demandé d'en parler parce qu'il (le professionnel) a vite compris que je connaissais bien le sujet...

J : Oui c'est ça, c'est pour ça aussi qu'au final, en termes de volets couverts...

E : C'est plus compact, c'est ça... En fait, voilà quand je vois, ça a tourné principalement autour d'une analyse financière pointue pour déterminer une vraie valeur du marché.

J : Je comprends tout à fait.

**J : Est-ce que d'après vous ça (la due diligence) a permis de réduire le risque d'échec post M&A ? Dans un sens large. C'est-à-dire même éventuellement d'un point de vue culture d'entreprise.**

E : En fait, encore une fois, mais, dans le cas de mon expérience personnelle, étant donné que j'étais déjà gérant, d'un point de vue culture d'entreprise et acceptation de mon rôle vis-à-vis du personnel, c'était déjà d'application en fait. [Pause] Sauf vraiment s'il y'a prise de melon ou quelque chose comme ça qui expliquerait que le personnel s'oppose à moi, mais euh... dans mon cas, ça n'a pas, je pense, diminué ce risque-là. Après, il y'a quand même une transition, euh..., des choses à faire passer au niveau message entre le fait d'être collègue et puis chef et puis patron, ben oui, effectivement il y'a quand même une communication à faire, mais ça se fait de manière très informelle dans le cas d'une PME, mais effectivement, il y'a une transition. Toute la phase de négociation se fait de manière euh...

J : Silencieuse ?

E : Oui, de manière très silencieuse. [Téléphone sonne] Pardon. Et... Par la suite, c'est plus sur le terrain en travaillant que les choses se mettent en place tout doucement. Mais je n'avais pas tous ces obstacles-là effectivement parce que je connaissais l'équipe en place et que l'équipe est restée après. Il n'y'a pas eu de fuite de compétences ou... L'équipe ne s'est pas dit : « Je ne veux pas avoir Éric comme patron, on fout le camp et on va travailler ailleurs ». Ce qui est toujours possible hein, mais c'est de nouveau un risque qui est je pense, moins grand dans le cas d'un management buyout... que dans le cas d'un gars qui débarque de nulle part. [Pause]. Il faut aussi quelqu'un avec qui ça passe au niveau humain, il peut y avoir des cas où avec certaines personnes ça ne passe pas du tout.

J : Imaginons que demain, votre associé devient le nouveau gérant du magasin...

E : Oui. Ça peut, peut-être, être mieux, mais voilà... il faut qu'il se mette aussi au diapason. Ça, c'est la partie vraiment humaine du truc, oui évidemment. [Pause] Parce que ça, c'est vrai que dans mon cas de figure ça n'a pas été abordé dans la due diligence. On ne l'a pas évoqué.

J : Je pense que c'est parce qu'on est dans un cas de figure particulier avec le working manager qui monte à l'actionnariat et rachète la société.

E : Oui tout à fait. Je pense en fait que dans le cas du praticien... On s'est vus quelques fois avant de poser la mission et je pense qu'il a senti et analysé le contexte dans lequel je me plaçais et il a bien compris que, tous ces aspects-là, il ne devait pas aborder et il est probable que dans une autre mission il aille plus loin sur ces points-là.

J : En effet. Pour avoir interviewé un praticien auparavant, je confirme que ça dépend d'une mission à l'autre. Tout se retrouve dans la lettre de mission.

E : Ah oui voilà.

J : Mais au demeurant, je trouve qu'avoir un cas qui est différent et qui challenge mes hypothèses est d'autant plus intéressant.

E : Après, prenons le cas des Delhaize, un franchisé qui reprend un supermarché Delhaize avec un contexte social super compliqué avec les syndicats qui se sont battus pendant 1 an, un indépendant on sait qu'il doit gérer les coûts de personnel autrement et donc le personnel se sent un peu sur un siège éjectable. Comment dans ce cas c'est pris au démarrage ? Je me souviens dans le cas du Delhaize près de chez moi, au début les deux nouveaux gérants se sont fait taguer leur voiture à la bombe. Accueil mitigé, au final un an après il n'y a plus des anciens employés. Alors je me demande dans ce cas-là, si due diligence il y'a eu, le praticien qu'est-ce qu'il avait fait sur le volet social ?

J : Peut-être qu'il n'y'a pas eu de due diligence en soi.

E : C'est le rachat d'un Delhaize, Delhaize, pas un proxy, donc c'est un montage à plusieurs millions d'€, c'est deux entrepreneurs qui avaient déjà des proxys. Les gars rentrent dans une boîte où il y'a des conflits sociaux terribles et où clairement, les anciens employés ont fait passer le message qu'ils n'allaient pas être les bienvenus, donc je me dis dans ce cas-là, ils investissent un paquet de pognon là-dedans, avec l'aspect social comme ça, ça doit être compliqué à peser quand même, je serais surpris qu'il n'y ait pas eu de due diligence...

J : Non en effet, ce n'est pas évident. Maintenant, ils n'ont pas été à l'arrêt depuis le rachat, donc c'est que l'impact n'a pas été bloquant à ce niveau-là. Mais ça souligne peut-être quelque part l'importance potentielle de ce volet.

E : Bien sûr, c'est là que je voulais en venir.

**J : Un autre volet qui peut se révéler important c'est la mesure de l'impact que l'opération va avoir au niveau des fournisseurs ou clients.**

E : Oui, bien sûr oui.

J : Maintenant, dans le cas de votre entreprise, c'est sans doute différent pour les clients étant donné que c'est du retail

E : Dans mon métier on voit ça souvent avec les centrales d'achats. [Pause]. Euh... copinage entre untel et untel, untel part et c'est : « Ah j'ai plus envie d'acheter chez eux, je vais vous

déréférencer, au revoir et merci. » Ça se passe vraiment comme ça. Donc effectivement, c'est vrai que c'est un point intéressant.

J : Là, une due diligence peut mettre en avant ce qu'il se passe dans le cas où un client ou un fournisseur capital viendrait à se retirer à la suite de l'opération.

E : Je vois tout à fait, en somme, un crash-test.

**J : Est-ce que dans votre expérience, la due diligence a-t-elle aidé à limiter le risque de vices cachés ?**

E : Oui en effet, dans mon cas le praticien a conseillé la création d'un compte « d'escrow ». Compte sur lequel on a bloqué, je pense, 150 000 € pendant 3 ou 5 ans, je ne me souviens plus exactement de la durée, mais donc c'est un compte qu'on peut saisir si on peut prouver que les comptes avaient vraiment été maquillés ou... des dettes cachées, ou des procès potentiels qui ont été cachés, et en fait tout cet ensemble de conditions avait été mis en caution de ce compte pour se protéger quelque part de ces vices cachés potentiels et ça faisait partie des conditions dans l'acte de rachat.

J : Ah oui, en effet, ça a permis avec les conseils du praticien de se protéger de cela de manière indirecte.

**J : La due diligence permet-elle d'augmenter le profit ? Alors le profit, c'est dire, c'est à considérer dans le sens large, ça veut dire que ça peut être dans le sens de l'acheteur comme ça peut l'être dans le sens du vendeur.**

E : Eh bien, en tant qu'acheteur ça m'a permis de diminuer le prix, certes, mais aussi, au niveau des comptes, avec tous les redressements et les erreurs de comptabilité qui ont été découvertes, ça a montré que le vendeur se voyait plus beau qu'il ne l'était et je me rappelle une phrase que j'oublierai jamais que le praticien a dite et c'est : « Je comprends bien le caractère "bébé" de l'entreprise » dans le sens que les anciens patrons n'avaient pas d'enfant, c'est une boîte qu'ils ont créée eux-mêmes et qu'ils ont fait grandir, mais il y'a une valeur émotionnelle et une valeur du marché qui peut être complètement différente donc il y'a un prix que le vendeur croit... que ça peut valoir et puis... il y'a la valeur du marché qui est une valeur purement comptable et qu'une banque va pouvoir financer et malheureusement, le gap entre ces deux valeurs peut être important et quelque part le but des négociations c'est de rapprocher ces deux valeurs et de trouver un compromis. Au final, entre le prix demandé à l'origine et le prix acté, il y'avait une différence du simple au double. [Pause] Donc oui, imaginons dans ce cas-là que j'avais un héritage familial, que je suis mal conseillé et ne demande pas de due diligence qui me met les yeux en face des trous, bah... je paye 500 000 € trop cher, peut-être qu'au bout de 5 ans j'étais en faillite... Même peut-être pas 5 ans... Cela aurait été impossible à financer avec les revenus. [Pause]

J : J'imagine bien que c'est compliqué dans le cas d'un financement euh... trop important par rapport aux revenus en effet.

E : Donc clairement, dans un cas comme ça c'est tout à fait pertinent, oui.

J : Vous me disiez avant que les banques n'auraient pas suivi ? [Pause] Ça a eu un impact la due diligence alors ?

E : Clairement, je pense que oui. J'ai demandé à un ami d'investir pour qu'il devienne associé, peut être que pour lui ça n'aurait pas changé grand-chose... [Pause], Mais aussi euh... j'ai demandé à une banque de financer le reste du rachat et ça a déjà pas été évident et... je pense que sans la due diligence cela m'aurait été refusé d'emblée. Ça montre un certain engagement et sans la due diligence j'aurais peut-être payé le prix premièrement demandé par le vendeur et c'était clairement surestimé donc oui les banques n'auraient pas suivi non...

J : C'est ce que je pensais aussi, au vu de ma revue de littérature.

J : À présent je vais poser quelques questions supplémentaires pour en apprendre un peu plus sur l'expérience vécue lors de la due diligence

E : Très bien

**J : Quels ont été les obstacles rencontrés lors de la due diligence ? Une mauvaise collaboration ? La lenteur du procédé ?**

E : Moi c'est le vendeur qui s'est avéré beaucoup plus compliqué que prévu parce qu'il n'était pas demandeur... Le praticien me disait qu'une opération comme ça devait se boucler en 3 à 6 mois et finalement... ça a duré un an. Avec des négociations à ne pas en finir, des réunions, des propositions, contre-propositions... C'était de longue haleine... Mais bon c'est passé [rires]

J : [Rires] et avec succès.

J : Pourquoi il était réfractaire le vendeur ? Parce qu'à l'origine, il avait mis un prix de rachat quand même donc il était partant...

E : En fait, je pense que c'est parce que c'est peut-être arrivé à un moment de sa vie ou... euh... Il ne se sentait peut-être pas tout à fait prêt à se retirer et j'ai un peu forcé pour y arriver. [Pause], mais quand il a vu que je faisais une due diligence euh... ça a clairement rajouté du crédit à ma demande, et ça a montré que j'allais difficilement faire machine arrière parce que la due diligence me coûtait des sous aussi... Donc oui, la due diligence a augmenté le crédit de ma demande aussi.

J : La due diligence a... eu un impact sur le crédit de votre négociation si je comprends bien ?

E : Oui effectivement, ça a augmenté le crédit, oui. Ça montrait que j'avais vraiment l'intention de rachat.

J : Je pense qu'on a fait le tour de mes questions... Euh... En tous cas, c'était vraiment intéressant, avoir un cas un peu différent aussi... Avec un actionnariat privé et un manager buyout... C'était fort constructif pour moi !

E : Avec plaisir en tous cas.

J : Merci beaucoup de votre temps encore.

E : Avec plaisir, merci à vous. [Rires]

### 7.3.2. Retranscription Interview avec M. Peffer : Expert-comptable certifié.

#### Légende :

S : Serge Peffer

J : Intervieweur

S : Bonjour Joeri, merci pour ton mail, effectivement comme je suis en congé pour une bonne période et dans une semi-traversée de désert c'est mieux ainsi....  
Je vais répondre directement dans ton texte.

#### Introduction de l'objectif du mémoire :

##### Le but de ce mémoire est :

D'apporter une nouvelle lumière sur les impacts concrets qu'a une due diligence dans un processus d'acquisition et de sonder des profils différents, à travers des interviews qualitatives afin d'apporter des éléments nouveaux et sous une perspective différente aux lecteurs non informés.

##### Le but de notre interview est de répondre à la question de recherche :

« Quels sont les impacts de la due diligence dans un processus d'acquisition ? »

##### Confidentialité :

Pour commencer, il est important de parler de confidentialité.

J : Êtes-vous d'accord de partager les informations échangées ici dans le cadre académique, pour un mémoire ouvert au public, ou souhaitez-vous qu'il soit fermé au public ?

S : Oui pas de souci je suis pour la transparence et l'ouverture au public.

##### Background professionnel :

Ensuite, prenons connaissance de votre background professionnel.

J : Quelle est votre formation ? Et quel(s) métiers avez-vous exercés, ou exercez encore ?

S : Voir CV ci en bas ainsi que les couvertures de mon livre. Je m'occupe encore d'acquisition et fusion avec mon successeur.

Pour clarté, j'ai ajouté les éléments les plus pertinents du CV de Serge Peffer ci-dessous.

##### Formation :

1974 : Diplômé de l'Institut de Journalisme — I.P.C

1975 : Ingénieur commercial SOLVAY U.L.B (grande distinction)

1976 : Licencié en Sciences Commerciales et Financières U.L.B  
 1976 : Agrégé de l'Enseignement Secondaire Supérieur – U.L.B  
 1985 : Expert-comptable agréé à l'Institut des Experts comptables (IEC)  
 1994 : Expert immobilier agréé par la Chambre des Experts Immobiliers (CEI)  
 1998 : Expert comptable fiscal agréé à l'Institut des Experts Comptables et Fiscaux (IEC)  
 2007 : Administrateur agréé Association Belge des Administrateurs (AB) GUBERNA

#### Métiers :

De nombreux métiers ont été exercés par Monsieur Peffer. En ce qui concerne ce qui est lié à notre mémoire, nous pouvons citer notamment :

- Dirigeant de nombreuses sociétés et organismes publics
- Directeur de cabinet ministériel
- Chargé de cours à Solvay
- Vice-président de l'ICHEC
- Juge consulaire au tribunal de commerce
- animateur de l'émission Magazine de l'UCM (RTBF)
- Ainsi qu'associé fondateur de Group P, expert en transmission d'entreprise pour lequel Monsieur Peffer exerce encore, et a eu l'occasion de pratiquer plus d'une cinquantaine de due diligences.

#### Expérience :

Avec une expérience dans différents domaines dont :

- Mandats d'achat — Vente
- Établissement de budgets
- Recherche de capital à risque — crédits
- Analyse financière
- Contrôle de gestion
- Mandats de gestion
- Direction générale
- Restructuration d'entreprise en difficulté
- Évaluation d'entreprise
- Corporate gouvernance
- Etc.

J : Au vu de votre expérience dans le milieu des fusions et acquisitions, je suppose que le terme due diligence vous dit quelque chose, n'est-ce pas ?

S : Effectivement j'en ai réalisé une bonne cinquantaine et j'ai été soit comme conseil du vendeur soit comme conseil de l'acheteur soit comme indépendant des deux parties.

J : Avez-vous participé à des due diligences, et si oui quel(s) rôle(s) avez-vous exercé dans celle(s) — ci ? Pas d'application.

J : Si vous avez répondu par la négative à la question précédente, dans le cadre des processus de M&A, quel(s) rôle(s) avez-vous exercé ? Pas d'application.

Test d'hypothèses :

J : À présent, le but est de tester les hypothèses que j'ai établies après une revue littéraire afin de les réfuter ou confirmer. Vous pouvez répondre comme vous le souhaitez, en utilisant des exemples ou simplement en expliquant si vous confirmez ou réfutez.

J : La due diligence permet de limiter l'asymétrie de l'information lors d'un processus d'acquisition. Par exemple, elle peut diminuer la part d'ombre de l'acheteur lorsqu'il souhaite acquérir une entreprise et lui permet de prendre une décision en pleine connaissance de cause

E : oui, tout à fait c'est un point fondamental. Acheter avec due diligence devrait être une obligation dans les processus, même si rien n'est prévu, mais cela devrait être une best practice et cela rend plus équilibré l'ouverture à l'information (même s'il restera encore une zone d'ombre)

J : La due diligence permet de payer le juste prix pour une acquisition.

S : Pas toujours, car il est possible dans certains cas que l'acheteur accepte de payer le prix alors que ce n'est pas le prix juste. Mais, pour lui, c'est important d'acquérir cette société pour développer ses activités.

Cependant, dans la majorité des cas, oui, la due diligence permettra de payer le juste prix, car il est possible que l'acheteur ne paye pas le prix initial, mais le prix juste, car il va négocier avec le vendeur s'il découvre des anomalies ou des cadavres et le prix sera rabaissé.

Enfin, dans d'autres cas, grâce à la due diligence l'acheteur va peut-être se rétracter, car il aura vu la réalité des faits et aura perdu confiance. Dans ce cas, il va se rétracter grâce à la due diligence.

Enfin, dans certains cas, le vendeur va découvrir lors de la due diligence des points qui l'intéressent et va comprendre certains mécanismes fiscaux qui lui permettront de faire un meilleur profit dans un autre contexte et cela peut arriver à ce moment-là, qu'il annule le processus de vente. Par exemple, il (l'acheteur) découvre en discutant avec les experts et

conseils qu'il peut réaliser une cession de son activité avec un immeuble et l'activité et il pourra garder l'immeuble et ne revendre que l'activité.

Donc la due diligence peut modifier bien des points de vue des parties. Pour être certain que l'acheteur payera le plus juste il est fondamental de payer une dernière partie du prix (entre 5 et 20 %) après une année en baissant son argent sur un compte partagé.

J : La due diligence permet de connaître en détail l'entreprise cible lors d'un processus d'acquisition. C'est-à-dire, d'aller plus loin que l'information financière et comprendre les processus de la supply chain, des types de contrats de travail signés et leurs implications.

S : Oui, tout à fait. Tout dépend de la liste qui est fixée dès le départ. J'ai toujours établi une liste détaillée et chaque point de toutes les fonctions de l'entreprise (finance et hors finance), toutes les fonctions de l'entreprise, doit y passer. (Mais cela a un coût pour l'acheteur et des fois (très rarement, du vendeur et de l'acheteur) tout dépend des accords de base pour les frais de l'audit.

Pour moi, tout doit y passer, les Anglo-saxons sont très forts pour cela. J'ai aidé trois clients qui ont été audités sur plus de 100 pages de points à vérifier (pages établies lors de l'accord initial).

J : La due diligence permet d'éviter les échecs post- M&A, dans un sens large, c'est-à-dire, éviter des problèmes de culture d'entreprise non compatible, ou encore limiter le risque de déstabiliser l'entreprise par le départ de fournisseur ou client important à la suite de la fusion/acquisition.

S : Pas toujours. Pour la perte de clients et de fournisseurs, l'audit peut mettre cela en évidence, mais, pas toujours. J'ai vu une entreprise qui a perdu 75 % de ses clients en deux années, car le nouveau patron était imbuvable et cela, la due diligence ne pouvait pas le mettre en évidence. D'autant plus que pour le nouveau patron, il était certain qu'il allait bien manager l'entreprise selon lui.

Sinon, je peux le confirmer, la liste est longue de ce que l'on évite grâce à la due diligence. Pour l'après, même si certains points sont mis en évidence, très souvent, l'acheteur pense que ce n'est pas grave et qu'il pourra y faire face et régler ce souci. Donc je pense que pour l'audit financier ce sera souvent le cas d'éviter de grosses surprises et un des points les plus sensibles qui permettra d'éviter des erreurs.

J'ai revendu une société qui valait un euro, mais j'ai bien dit que l'acheteur devra prévoir x millions pour tout restructurer. Ici, grâce à l'audit, il a pu prévoir les fonds complémentaires. Sinon, cela aurait été un dépôt de bilan immédiat.

Par contre, pour les autres points de l'audit c'est souvent plus rare que cela aide beaucoup (enfin dans une moindre mesure). J'ai un exemple où je conseillais l'acheteur et je lui ai fait remarquer que le prix d'achat était bas et ce n'était pas normal. Lors de mon audit, j'ai vu qu'il devait dépolluer les sols, ce qu'il n'avait pas prévu et non-dit. Dès lors, malgré encore un rabais du vendeur, l'acheteur n'a pas voulu acheter.

C'est donc plus rare que les points de l'audit non financier permettent d'éviter des erreurs (mais dans ce cas-ci, c'était trop important) d'où l'importance d'un large audit.

J : La due diligence permet de limiter les risques de vices cachés lors d'un processus d'acquisition. Et selon vous quels risques sont le plus fortement diminués ?

S : Divers exemples :

- Un bâtiment repris dans les actifs qui n'était pas acheté par l'entreprise, mais qui appartenait au vendeur à titre privé, un contrat de sous commissions (le vendeur garde une commission sur les ventes après la cession,
- reprise de certains clients par le vendeur en créant une nouvelle activité concurrente (sauf s'il y a une clause de non-concurrence)
- Compte courant au passif dont les modalités de remboursement n'ont pas été négociées et dont le vendeur exige le retrait le lendemain de l'achat.
- Montants payés en noir au personnel, mais non authentifiés lors de l'audit.
- Perte de licence sur les ventes d'un produit acheté à un fournisseur étranger
- Risque fiscal non identifié sur une opération ancienne non reprise dans les données de l'audit et dont le fisc va réclamer des impôts.
- Procès en cours non repris dans l'audit.
- Départ du personnel important
- Stocks invendables...
- Oubli de démission du patron en place et qui le lendemain de la vente exige un préavis pour le licencier.
- Clauses dans les contrats de limitation dans le temps pour des fournisseurs, etc.

J : Selon vous, y'aurait-il d'autres impacts ?

S : La rapidité de la vente. Pour autant que l'on fasse une vendor diligence avec lancement immédiat de la procédure officielle de la vente et contact immédiat avec des candidats potentiels.

Cela permet également d'avoir un accès plus facile au marché des capitaux pour s'assurer les moyens d'achat. Les banques et les private equity seront plus enclins à intervenir, car il y'aura eu une due diligence d'indépendants reconnus sur le marché.

Cela permet également d'éviter des départs dans l'entreprise des personnes clés, car elles seront mises au courant officiellement et verront que le nouveau candidat est un professionnel.

Éléments supplémentaires :

De plus, j'aimerais apporter des éléments de réponses supplémentaires avec ces questions-ci :  
Quels sont les obstacles rencontrés lors de la due diligence :

J : La mauvaise collaboration ?

S : Cela arrive avec le personnel en place qui n'a pas assez de temps vu le travail en cours quotidien ou qui préfère faire rater l'opération de peur d'être licencié.

J : La lenteur du procédé ?

S : Oui, cela prend du temps, mais tout dépend de la largeur de l'audit.

J : Est-ce les mêmes qu'on rencontre en général lors d'un audit financier ?

S : Il y'a les grands cabinets, mais, pour les gros deals. Pour les petits deals, on ne sait pas payer ces équipes alors on retrouve souvent des plus petits cabinets (c'est assez ouvert en termes de marché ce ne sont toujours les mêmes)

J : Selon vous, est-ce plus important dans le cas d'une entreprise avec actionnariat privé, ou publique ?

S : Pour une publique, c'est pratiquement incontournable. Les représentants du public veulent se faire couvrir pour faire des achats ou des ventes. Pour le privé, c'est devenu la norme, mais la largeur de l'audit n'est pas toujours aussi importante. Surtout pour les PME, question de coûts.

J : La valeur boursière d'une entreprise est-elle un bon indicateur de la valeur d'acquisition de l'entreprise ?

S : Pour moi, non. C'est un indicateur certes, mais, il faut voir la véritable valeur comptable et puis appliquer les normes du moment en termes d'EBITDA, etc. Car à la bourse l'impact psychologique est intégré dans la valeur, de même que les données macro et micro du moment... je me méfie de la valeur de bourse. Et puis, on n'a pas toujours le niveau des provisions à sa juste valeur. Même avec des entreprises cotées, j'ai vu des provisions très importantes non actées, mais terriblement élevées qui affectaient la valeur.

C'est en lisant la presse financière et en assistant aux AG que l'on peut avoir vent de l'affaire...

Quelle est la responsabilité des praticiens ?

J : Est-elle limitée à ce que contient la lettre de mission ?

S : Oui, et quand vous lisez les lettres de missions, il y'a plein de clauses qui limitent cette mission, c'est dommage et pas sérieux.

J : Est-ce une obligation de moyens, ou de résultats ?

S : C'est hélas toujours une obligation de moyens.

J : Dans le cas où les comptes sont audités, quelle différence cela fait-il, selon vous, quant à la manière dont vous validez l'information financière ?

S : Vous avez déjà une première information qui diminue votre risque de 70 % (c'est un pourcentage approximatif), mais je vérifie toujours tout moi-même. Vu mon expérience. Car j'ai vu beaucoup de mauvais audits. Le risque provient de l'auditeur (il y'a des bons et des moins bons) et surtout du fait des conflits d'intérêts. J'ai revendu la plus grosse société de production d'olives en Belgique et l'auditeur (un grand cabinet) a tout fait pour éviter la vente lors de l'audit (je ne comprenais pas pourquoi), mais ils avaient un contrat d'achat dans leurs sociétés pour acheter cette même société et bien entendu la commission dans ce cas aurait été plus importante pour eux que de faire l'audit. Finalement, je l'ai bien vendue.

J : Merci de votre temps et de vos réponses !

S : Avec plaisir

### 7.3.3. Interview avec Mr Abdel Serghini : réviseur d'entreprises.

#### Retranscription interview avec Abdel Serghini. (Verbatims 19/12/24)

##### Légende :

A : Abdel Serghini

J : Joeri Vandyck

##### Présentation :

J : Bonjour Monsieur Serghini, encore merci d'avoir accepté l'invitation et de me donner de votre temps pour cet interview.

A : Bonjour et avec plaisir

J : Tout d'abord j'aimerais vous demander si vous m'autorisez à enregistrer l'interview ?

A : Oui oui, bien sûr. Je ne compte pas de dire de bêtises quoi qu'il en soit.

J : Alors peut-être d'abord me présenter c'est peut-être important ! Mmmh donc moi c'est Joeri Vandyck comme vous avez pu déjà le voir hier. Euh... J'ai 27 ans je suis étudiant à La Louvain School of Management, et je suis en master de 2<sup>e</sup> Année. Je fais actuellement un mémoire qui a pour sujet quels sont les impacts de la due diligence dans un processus d'acquisition. Donc le but de cette interview... L'interview c'est un interview semi-directif donc c'est-à-dire que je vais vous poser quelques questions euh... assez libres et puis après on va pouvoir peut-être un peu affiner. Pour essayer de répondre à cette question j'ai des hypothèses, que j'ai élaborées suite à mes... Suite à mes revues de littérature et donc le but c'est d'essayer de confirmer ou de réfuter ces hypothèses toujours dans l'objectif d'apporter en fait une nouvelle lumière sur cette question en fait.

##### Confidentialité :

Tout d'abord on va peut-être de confidentialité. Êtes-vous d'accord de partager les informations échangées ici dans le cadre académique ?

A : Oui, pas de problème. Si, si... si une des informations est jugée susceptible de, de mettre à mal le principe de confidentialité, de secret professionnel, je vous le dirai, mais à prime abord non.

J : D'accord, super merci.

##### Background professionnel :

J : Je me suis un petit peu renseigné sur votre background professionnel hier

A : Ah

J : Oui, et donc j'ai vu que vous aviez une expérience déjà de près de 20 ans en tant que réviseur d'entreprises, si je ne me trompe pas.

A : Oui tout à fait c'est correct, c'est correct.

J : Et que vous êtes notamment actif dans le secteur des fusions-acquisitions... entre autres.

A : Les audits hein ? On ne fait pas d'intermédiation, et des choses pareilles... Oui.

J : Oui oui, c'est ça dans les audits d'acquisition.

A : Ouais ouais, OK oui, ça, c'est correct.

J : OK, peut-être voulez-vous ajouter des éléments ?

A : Non.

J : OK, donc au cours de votre carrière, vous avez déjà participé à différents audits d'acquisition. Je suppose que le terme de « due diligence » vous dit quelque chose ?

A : Oui tout à fait

J : OK, super. Vous avez une idée de combien de due diligence vous avez déjà pratiqué plus ou moins ?

A : Plus ou moins euh... 20 ans...

J : Beaucoup [rires]

A : Ben beaucoup peut être pas finalement parce que si on prend... sur 20 ans, qu'on le fait en fait en moyenne euh... Trois par année, ça fait 60. [Pause] C'est pas beaucoup hein. En 20 ans, c'est pas beaucoup.

J : C'est pas beaucoup, mais c'est quelque chose qui est assez chronophage

A : Euh... Quoi, les, les missions de due diligence ?

J : Oui.

A : Est-ce que c'est chronophage c'est ça votre question ?

J : Oui je pense que c'est chronophage.

A : Oui, mais c'est très agréable. Enfin... c'est chronophage, mais ce n'est pas répétitif. [Pause] Ce n'est jamais... Une mission ne ressemble pas à une autre.

J : D'accord, oui j'imagine.

A : Parce que chronophage parfois il y a un caractère ennuyeux dans le mot. Ce n'est pas le cas... Vous vous ennuyez pas du tout dans les due diligences

J : Oui, je vois le sujet assez intéressant c'est aussi pour ça que je fais mon sujet de mémoire...

A : Vous avez plus de chance de vous ennuyer dans un audit classique que dans une due diligence

J : Oui oui je comprends [Pause]

Formation :

J : Quelle est votre formation ?

A : Eh bien, moi j'ai fait mes études dans une université en Allemagne. De sciences commerciales... Enfin dans tous les cas c'est l'équivalence qui lui a été accordée en Belgique : Licence en sciences commerciales et puis j'ai continué ma formation à travers les stages de réviseurs et d'expert-comptable en Belgique. [Pause] Donc je n'ai pas de diplôme universitaire belge, c'est une équivalence.

J : Européenne c'est ça ?

A : Une équivalence belge qui a été octroyée parce qu'à l'époque, je ne sais pas si les choses sont pas si les choses ont changé entre temps... À l'époque il fallait avoir cette équivalence pour pouvoir entamer son stage de réviseur d'entreprise

J : Euh... Oui je pense qu'il faut effectivement avoir un master pour commencer son stage à l'IRE... Il faut avoir un master dans une université belge du coup je pense que c'est pour ça qu'il faut encore probablement toujours avoir l'équivalence.

A : Oui tout à fait ça a été... ça m'a été demandé ce que j'ai fait sans problème quoi. [Pause] Bah, ça m'a pris du temps quand même à l'époque c'était quand même un peu fastidieux.

J : L'équivalence ?

A : Oui parce que ce qui est très drôle c'est qu'à un certain moment on m'a demandé de traduire mon mémoire

J : [rires]

A : J'ai dit écouter c'est quand même un peu lourd et puis finalement euh... la communauté flamande a accepté de ne pas demander une traduction, mais uniquement euh... La traduction du résumé... une page A4 ce que j'ai pu faire, ça, ça ne me posait pas de problème. Donc c'est pour ça que j'ai une équivalence flamande je n'ai pas d'équivalence du côté francophone

J : C'est amusant parce qu'en soi la langue allemande c'est l'une des langues nationales donc c'est étonnant qu'ils vous aient demandé une traduction...

A : Oui exactement, en fait aussi bizarre que ça puisse paraître euh... Maintenant ça me revient, ça remonte maintenant et en fait j'étais passé par la Communauté germanophone j'avais... j'avais demandé à la Communauté germanophone de s'en occuper et eux ils m'ont dit qu'il fallait passer par la Communauté... française... qui m'avait posé tellement de choses... J'ai eu affaire à un Monsieur qui était très sympathique à la Communauté germanophone qui m'a dit : « Ecoutez, vous savez quoi, c'est peut-être mieux d'aller chez les néerlandophones parce qu'ils sont beaucoup plus pragmatiques. Ce qu'on a fait.

J : Au final vous avez raison parce que c'est comme ça que c'est passé [rires]

A : [rires] [souple] voilà moi je trouve que ces équivalences pour les diplômés européens c'est pas obligé de demander ça...

J : Non non je suis d'accord, c'est relativement uniformisé, les crédits sont uniformisés

A : Voilà ! Maintenant je pense que maintenant avec Bologne je crois que ça doit être réglé.

J : Espérons, enfin, a priori si je fais ma carrière en Belgique j'aurai pas de souci, mais pour les étudiants étrangers ça peut toujours être un frein.

A : Ah oui, mais parce qu'en fait la Belgique n'est pas le pays le plus difficile je pense que les autres ne sont pas tristes dans leur genre à demander plein de trucs euh... Il y a des métiers très très compliqués parce que les formations ne sont pas les mêmes.

J : Oui en effet... bah j'ai vu euh... notamment dans tout ce qui est droit

A : Oui et... les enseignants. En Allemagne par exemple les enseignants ils ont des formations beaucoup plus longues euh... et évidemment quand quelqu'un vient de Belgique avec trois ans de formation ils sont choqués quoi ils disent : « ah non c'est pas possible quoi »

J : Ah oui je comprends.

A : OK, bien, on continue ?

#### Définition due diligence :

#### **J : Comment définiriez-vous une due diligence ?**

A : Une due diligence c'est un ensemble de procédures... c'est d'abord un processus, mais le contenu de la due diligence c'est un ensemble de procédures à... qui vise à donner euh... une information la plus synthétisée possible, sur la transaction elle-même envisagée. Que ce soit l'acheteur ou le cédant ou à l'acquéreur ou partenaire euh... même aux partenaires qui peuvent participer à l'opération donc par exemple les banques qui pourraient financer l'opération. Donc l'objectif c'est vraiment une information synthétisée. Ça, c'est vraiment très important. Eux ils veulent avoir en quelques pages quelque chose d'assez clair euh... sur euh... sur la transaction, dans son ensemble. Pour y arriver euh... c'est un ensemble de procédures qu'il faut, qu'il faut mettre en place, qui sont de type vérification.

#### Impacts de la due diligence :

#### **J : OK merci et quels sont selon vous les... les impacts en fait de cette due diligence ?**

A : L'impact il est énorme l'impact est très très important parce que... parce que l'impact pourrait mener à... à faire échouer l'opération donc à euh..., à euh... la réaliser, mais suivant des conditions très différentes de celles qui étaient peut-être imaginées ou prévues, à euh...

faire rentrer dans euh... le processus de l'opération, d'autres acteurs qui n'étaient pas prévus au départ. L'impact est énorme.

**J : Elle permet aussi peut être de... de limiter l'asymétrie de l'information euh... dans le processus d'acquisition. [Pause] Imaginons un cas où on a un vendeur, le vendeur il détient toute l'information ou du moins il pense détenir la plupart de l'information. L'acheteur, lui, est plus dans un dans un processus où pour lui c'est plus une inconnue donc dans le...**

A : Oui. Exactement donc ça permet d'informer les personnes de la façon la plus synthétisée possible euh... mais n'a pas l'ambition... Attention une due diligence n'a pas l'ambition, on ne pourra jamais avoir l'ambition d'être euh... Je suis d'accord avec vous de dire de réduire l'asymétrie, mais elle n'a pas l'objectif ni la mission d'être parfaite à ce niveau-là parce que c'est pas parce que vous faites une diligence que vous allez avoir accès à toutes les informations obtenir enfin que vous allez pouvoir obtenir cet objectif de façon certaine. Je pourrais vous expliquer davantage, mais je vais vous laisser poser vos questions.

**J : Très bien, c'est peut-être euh... c'est peut-être aussi pour ça qu'il y'a une lettre de mission...**

A : Tout à fait.

J : Pour venir vraiment, fixer les objectifs et parce qu'effectivement tout a aussi un coût et au plus l'audit est long au plus il y aura des frais et dépendant du projet ça n'a pas spécialement de sens d'auditer absolument tout en fait

A : Oui donc une des difficultés dans les due diligences c'est de savoir combien de temps ça va prendre, combien ça va coûter. C'est pour ça que quand on nous demande une offre pour une due diligence, on est très prudent. On est très prudent à la formulation à l'égard de la, à l'égard de la formulation d'un tarif fixe. On dit que ça dépend des heures qui doivent être prestées. Parce qu'on ne sait jamais sur quoi... comment les choses vont se dérouler

J : Mais euh... Je sais qu'en audit on met un... un budget on va dire qu'on ne peut pas changer pendant trois ans, sauf les indexations. Et dans le cadre de la due diligence est-ce que l'on peut quand même augmenter si on se rend compte qu'au final ça prend beaucoup plus de temps

A : Oui tout à fait. Tout à fait oui. Alors dans un audit c'est plus compliqué parce que la loi cadre les honoraires, la loi cadre les honoraires et effectivement elle prévoit, elle prévoit

comment dirais-je euh... Elle prévoit budget fixe approuvé par l'assemblée générale et c'est toute une procédure. Tandis que pour la due diligence dans 99 % des cas, en tous cas, en ce qui concerne notre cabinet, on donne un tarif horaire et on donne une estimation extrêmement euh... prudente du nombre d'heures auquel on pourrait s'attendre. Et on est vraiment très, très attentif à la formulation de cette estimation pour ne pas faire croire au client que c'est ça. Donc on dit : « Voilà, d'après ce que nous avons compris, et on met une fourchette très, très large entre 60 et 250 heures » comme ça on est très à l'aise... Oui parce que lui-même en général en tous les cas dans les, les... due diligences acheteur, lui-même il comprend parce que lui-même il ne sait pas non plus. Quand c'est une due diligence vendeur, l'estimation est parfois plus facile. Pourquoi ? Parce que le client sait, il connaît sa société, comment il va travailler avec vous. Il sait, il a... il a son département comptable qui va être impliqué, il est plus à même de dire « moi je sais que le temps qu'il faudra pour vous répondre... » Mais un acquéreur, ben... il sait rien

J : Oui en effet

A : Sil il dit « ouais, mais est-ce qu'on peut pas mettre un truc fixe » OK on part alors de votre estimation qu'est-ce que vous estimez vous ? Et dans ce cas on voit que lui-même ne sait pas estimer quoi...

A : Et souvent les honoraires sont monitorés, en tous cas, dans notre cabinet nous on fait en sorte que le client il sait pratiquement chaque jour combien d'heures on a presté. Comme ça on évite qu'il ait un état de choc à la fin.

J : Oui oui ça je peux tout à fait comprendre en effet. C'est un meilleur procédé je pense que d'envoyer une facture finale avec au final beaucoup plus d'honoraires que prévus.

A : Oui c'est le problème que l'on peut avoir dans certains cas, c'est de euh... Voir euh... enfin nous on a pas vraiment ce problème parce qu'on a une transparence qui est affichée dès le départ et pratiquée et on n'a jamais de problème, jamais eu de problème par rapport à ça. Et on a eu même des due diligences qui ont eu dans les estimations 60H et qu'on a terminé à 180

J : C'est ça qui est comique aussi dans un sens, c'est que vu qu'on a un peu plus de liberté aussi on peut partir plus dans un dans un dans une direction ou dans l'autre dépendant de ce qu'on découvre

A : Tout à fait

J : Et est-ce qu'au cours du processus, vous avez aussi des réunions avec le client pour discuter en fait des...

A : Des findings ? En fait donc nous on fait en fonction de... souvent on fait des réunions hebdomadaires en fonction de la durée de la mission, de sa complexité, ou des difficultés

rencontrées... En tout cas dans l'offre dans notre lettre de mission, on précise voilà que c'est un souhait de notre part de faire des réunions assez euh... assez fréquentes pour renseigner le client sur le processus. Ces réunions parfois peuvent être juste téléphonique hein, on va pas toujours se déplacer euh... Mais donc on le fait, oui effectivement.

**J : Toujours vis-à-vis de la lettre de mission, au niveau de la responsabilité euh... des praticiens, on est dans une obligation de moyens ?**

A : Oui exact

J : OK donc comme en audit classique

A : Ben c'est-à-dire qu'on dit au client, qu'on liste les procédures qu'on va faire. Le maximum possible et donc euh... Et on dit voilà, on va faire ça, on liste même ce que l'on ne va pas faire. Par exemple, nous dans les due diligences tout ce qui est lié à l'environnement, lié aux questions environnementales, ça on ne le fait pas. On ne fait pas les questions liées à la fraude, donc la détection de fraude ne fait pas partie de notre mission. Euh... On ne fait pas euh... l'analyse de type économique visant à évaluer l'opportunité de l'opération, l'évolution... les études de marché pour dire : « voilà le marché se porte bien ou mal, c'est une opération qui vaut la peine d'être faite ou pas » ça nous regarde pas enfin, on n'est pas compétent pour ça. Quand les sujets sont très techniques, on essaie un peu de... de se protéger, en [Pause] mettant en relief la nécessité de faire appel à d'autres experts. Par exemple vous avez une société où il y'a des bâtiments ben nous on ne va pas s'amuser à évaluer les bâtiments, on ne sait pas le faire d'ailleurs. On demande euh... Ni les inspecter. C'est-à-dire que s'il y'a de l'amiante dans ce bâtiment ou des problèmes techniques, ça on invite les clients à s'occuper de lui-même, à travers d'autres experts, de ces questions-là. Donc on liste énormément de choses de ce qu'on fait, de ce qu'on ne fait pas et on met énormément de limitations. Y compris par rapport au rapport lui-même, c'est-à-dire qu'on dit : "Voilà, ça on fait, ça on fait pas, mais en plus, notre rapport doit être utilisé par vous tout seul. Si vous donnez ce rapport à quelqu'un d'autre, d'abord, vous devez nous avertir, nous devons vous donner notre autorisation, mais si cette tierce personne base sa décision sur ce rapport-là, c'est son problème. Elle peut pas venir nous attaquer pour dire « Dans votre rapport vous avez dit ça, finalement c'est pas ça... » Nous n'avons pas travaillé pour ce tiers, nous avons travaillé pour vous." Ça, c'est pour éviter que les rapports notamment soient utilisés de façon abusive.

J : D'accord, je comprends.

**J : Vous me disiez que vous ne faites pas la due diligence environnementale...**

A : Ça, on ne fait pas.

J : Est-ce que c'est quelque chose qui est le trend dans la plupart des cabinets à votre connaissance ou ? ... Parce que je pensais avoir vu dans l'IRE, enfin dans l'un des... Des documents de l'IRE qu'ils ont publié à propos de la due diligence que c'était l'un des volets de la due diligence.

A : Oui tout à fait, mais nous, on ne s'en occupe pas. Il y a des cabinets, il y a des cabinets qui le font, mais il n'y en a pas beaucoup. À part les grands cabinets, les Big Four, qui ont les capacités et les personnes adaptées et encore je ne suis pas certain qu'ils aiment le faire maintenant, en général, ce qu'il se passe aussi dans la pratique c'est que la due diligence va être réalisée par un consortium d'experts avec probablement un leader, celui qui coordonne tout. C'est probablement le réviseur qui va le faire hein, c'est souvent le cas, parce que euh il est le plus adapté à... à réaliser tout ça, cette coordination et donc quand il y a des questions à laquelle il ne répond pas lui-même, bah il va faire appel à un expert ou un expert désigné dès le départ, mais c'est lui qui fait intégrer les résultats de cet expert dans un rapport global synthétisé pour faciliter l'utilisation ça, ça peut arriver. Ça peut arriver, c'est déjà arrivé.

**J : C'est ce que j'avais aussi euh cru comprendre au fil de ma revue de littérature, que c'était souvent le leader, que le leader était souvent le réviseur d'entreprise en règle générale et qu'après il allait se tourner vers des experts différents. Un expert immobilier par exemple, pour l'évaluation des immobilisations comme vous le disiez précédemment, c'est logique on peut pas... on peut pas être bon dans tout non plus.**

A : C'est pas possible... En plus les entreprises sont de plus en plus euh... Comment dirais-je euh... compliquées avec des choses qui sont euh... C'est assez impossible, c'est juste impossible.

**J : Merci pour votre réponse et donc est-ce que la due diligence permet, parce que vous me disiez qu'elle ne permet pas d'être exhaustive en quelque sorte, mais est-ce qu'elle permet quand même de connaître l'entreprise en détail ?**

A : C'est son objectif de quand même connaître le plus possible l'entreprise [Pause] son objectif c'est de permettre de connaître, à travers le rapport qu'elle émet, ou qui en résulte, de permettre d'avoir une vue suffisante sur l'entreprise. Mais je ne pense pas du tout que la due diligence est capable de, de permettre une connaissance parfaite de l'entreprise. Ce n'est pas possible.

J : Oui non, c'est peut-être complexe en effet.

A : Ou bien ça va coûter de l'argent et ça... Vous savez, pour connaître une entreprise vous devez, il faut y travailler.

J : Je l'ai vu aussi, j'ai fait un stage en audit et on voyait que pour connaître une entreprise il faut beaucoup de..., beaucoup de temps.

A : Faut travailler et euh... et être patient et d'autant plus que par rapport à cet aspect-là, en Belgique, nous avons beaucoup, beaucoup de sociétés de services. Et donc ces due diligences sont souvent liées à des sociétés de services. Et dans les sociétés de services, l'élément le plus important, c'est l'être humain. Ce sont tous des gens qui réalisent ce service. Vous achetez une société qui fait, je dis n'importe quoi parce que je regarde ma fenêtre maintenant, qui fait euh des tentes solaires... Pour les fenêtres... OK il y'a un peu de production et encore je suis pas sur qu'il y'a beaucoup de production, fin quoique, très mauvais exemple, mais en tous les cas même dans ce cas-là, même dans ce cas-là où il y'a de la production, et ben euh... la, la réussite de l'entreprise repose énormément sur la qualité de ses ouvriers, sur ces gens qui font ce travail. Et ça, il ne faut pas croire qu'avec une due diligence vous allez y arriver hein. Si vous avez, si les gens, euh sont mauvais, vous n'allez pas le voir dans une due diligence. Vous allez voir les chiffres qui sont pas... Qui pourraient être mauvais, mais s'il y'a une mauvaise tension, s'il y'a des gens qui comptent partir parce qu'ils sont plus heureux, euh, s'il y'a... Fin... Il y'a des choses que vous ne pouvez pas voir à travers une due diligence, c'est impossible. Il faut être là dans l'entreprise, y travailler chaque jour, tendre l'oreille, discuter avec les gens, voir comment ils fonctionnent pour vraiment évaluer et connaître l'entreprise. Mais c'est pas l'objectif d'une due diligence, on ne demande pas non plus ça. C'est une vue synthétisée sur les aspects jugés importants. Et vérifiables ! Si pour vous, si demain, vous allez acheter une petite entreprise, il y'a 5-10 personnes qui euh... Je sais pas moi, fin, peu importe le service qu'elle rend, mais que pour vous, l'ambiance de travail est l'élément central, vous voulez avoir une équipe soudée, une équipe heureuse, vous voulez que les gens se lèvent le matin et vont travailler heureux, comment voulez-vous qu'une due diligence puisse vous répondre à ça ? C'est impossible.

J : Non non, là, je conçois tout à fait.

A : C'est une mission impossible.

**J : Et selon vous quels sont les objectifs qui sont euh... Ben justement les plus importants et fiables en fait ?**

A : Bah vous avez les aspects financiers, c'est-à-dire la rentabilité de la société, la qualité, la fiabilité qu'on peut accorder aux chiffres qu'elle présente. Donc ça, c'est une mission réalisable. En tous les cas, devrait l'être. C'est l'existence ou l'absence de risques qui seraient pas dans ces chiffres-là, qui sont liées à des opérations opérées par la société, aux contrats qu'elle a conclus, aux obligations contractuelles et légales, mais qui se limitent à ces aspects

quand même euh... Ça, la due diligence doit répondre à... à ces questions-là. Mais pas plus, mais évidemment les questions environnementales deviennent de plus en plus lourdes, je dirais pas lourdes, mais en tous les cas, sérieuses. Et c'est pour ça que... Qu'elles s'invitent dans les due diligences maintenant.

**J : Oui c'est ça, c'est aussi pour ça par rapport au volet légal je suppose que...**

A : Oui parce que maintenant il y'a des sociétés qui, qui sont euh, qui sont visées par des obligations de ce type-là et qui sont même pas au courant qu'elles sont dedans hein. Ils l'apprennent par la peste là, par la presse ou... ils ne sont pas du tout équipés en termes de je dirais...

J : Ou alors quand ils ont un procès d'une agence environnementale sur le dos ils se rendent compte.

A : Tout à fait. Je pense que c'était Solvay qui a un énorme problème en Italie, enfin une des grosses sociétés belges qui a acheté une société en Italie et se sont retrouvés avec un procès lié à l'environnement parce que la société qu'elle a achetée il y'avait des dégâts des eaux enfin des...

J : Pollution des eaux ?

A : Oui gestion d'eau usée qui n'était pas très respectueuse de l'environnement et effectivement dans ce genre de situations, c'est très important... Mais, on peut imaginer dans ce genre de secteurs : la chimie...

J : Oui c'est plus fréquent.

**J : Quel est l'impact de la due diligence dans, vis-à-vis de ce qu'il se passe après, c'est-à-dire est-ce que ça permet de limiter les échecs post-acquisition ou post-fusion ?**

A : [Réfléchi] Non. [Reçois un important coup de fil d'un client] Excusez-moi parce que c'est un client important, restez en ligne.

J : Pas de problèmes.

A : Bon désolé, mais, ça tombe bien parce que ce sont deux coups de fil liés à des due diligences. Donc comme ça je peux vous raconter des histoires très fraîches,

J : C'est très chouette et pas de problème, je comprends tout à fait que vous répondiez à vos clients.

A : Merci beaucoup. Alors, on en était où ?

J : On en était donc à la question : est-ce que la due diligence permet d'éviter les échecs post-fusion/acquisition ? Et vous me disiez non.

A : Non, parce qu'en fait, euh... il y a des gens qui font ça très rarement. J'ai vu ça très rarement, des consultants qui accompagnent la mise en place de la décision pour que les

équipes ne soient pas froissées et... C'est une espèce de façon de faire, des consultants spécialisés dans l'accompagnement d'un change management, mais ça n'a rien à voir avec la due dil.

J : D'accord.

A : Ça n'a rien à voir.

**J : Parce que je sais qu'il y avait eu des cas euh... d'échec. Par exemple, il y a eu le cas avec Caterpillar qui avait racheté une société en Chine. Et ils avaient fait, une due diligence, mais, apparemment, enfin, après on n'a jamais les détails de ce genre de rapport évidemment, mais qu'apparemment la due diligence ? Qui aurait été bâclée n'aurait pas décelé le fait que Siwei avait complètement maquillé ses comptes.**

A : Ça, c'est effectivement un problème de due diligence. La due diligence a l'obligation de, d'identifier ce genre de problème. Euh... Les comptes maquillés, ça ils doivent pouvoir le voir. Ça, c'est un problème. Mais j'avais mal compris votre question, si l'échec est venu de la découverte de problèmes qui auraient dû être découverts par la due diligence si c'est l'échec sous cet angle-là. Et qui euh... Peut-être si cela avait été découvert, l'opération n'aurait pas été faite. Moi j'ai compris l'échec dans le sens que voilà, l'opération se fait et puis, et puis le mélange ne fonctionne pas pour des raisons qui ne sont pas liées à la non-découverte de choses dans la due diligence. Voilà, la due diligence a fait un bon rapport, en disant que les comptes sont bons/mauvais et qu'il faut corriger ces comptes-là et là, mais qu'après en fait euh... J'ai à l'esprit par exemple une due diligence dont je me suis occupé d'une société informatique, qui faisait du software. [Pause] Et euh... ce software, enfin cette société était très rentable. D'accord ?

J : [Acquiesce]

A : On a fait une due diligence, il y'avait quelques petits soucis mis en relief dans le rapport, mais ça ne mettait pas du tout en cause la qualité de l'entreprise quant à ses performances économiques. L'acquéreur l'achète, ils se mettent d'accord, tout se passe bien, mais l'acquéreur ne se donne pas le temps, ne se donne pas les moyens de s'en occuper. Il laisse un peu cette filiale, cette société sans réel contrôle. Et l'ancien management était parti, parce que ça faisait partie du deal, remplacé par d'autres, mais qui n'avaient pas les compétences et ce qui fait que l'entreprise a un peu eu quelques difficultés. Mais, qui n'étaient pas liées à des choses qui avaient été vues dans la due diligence, mais qui étaient plutôt liées à la gestion de l'acquisition. Ce qui n'a strictement rien à voir, mais c'est pour ça que je pense que j'avais mal compris votre question. Donc, le post-acquisition, c'est une histoire qui n'a rien à voir

avec la due dil quoi. Avant, oui, jusqu'à l'acquisition, la due dil va jouer un rôle. Après, si l'acquisition s'est faite, la due dil n'a plus rien à dire.

J : Oui d'accord. En fait, elle ne va pas vraiment permettre de limiter les problèmes culturels...

A : Oui, culturels ou de gestion tout simplement. Parce que vous savez que... comment dirais-je... euh... Aujourd'hui avec le poids de l'informatique vous achetez n'importe quelle société, peu importe le métier qu'elle fait. Imaginez, vous achetez un cuisiniste, quelqu'un qui fait des cuisines, et ben, le poids de l'informatique dans la gestion est très important. Parce qu'il y'a des softwares, il y'a... Si vous changez ce software-là, vous dites écoutez, nous vous avons acheté, nous n'allons plus utiliser ce software A, on va vous donner un software B, rien que cette décision-là, elle peut mettre en péril la société parce que c'est un changement majeur. Donc, le post-acquisition nécessite beaucoup de... De choses qui n'ont rien à voir avec la due diligence. Il faut savoir aborder les choses avec une certaine doigté, sans heurter les gens.

J : C'est une réponse intéressante. Parce que j'avais des... Enfin, c'est aussi le but des interviews, je me disais qu'on pouvait peut-être analyser la culture d'entreprise déjà un peu avant et peut-être sonder.

A : Non...

J : Mais c'est vrai que...

A : Non parce qu'en fait, c'est très compliqué. D'abord parce que les due diligences sont de plus en plus, l'immense majorité des due diligences, pour ne pas dire toutes c'est avec une data room. Donc, on vous donne des informations qui sont sur une data room, donc c'est virtuel, un espace virtuel. Vous avez toutes les informations, mais allez-y pour voir la culture d'entreprise à travers une data room, faut être Madame Soleil quoi [rires].

J : [Rires]

A : Donc ça non. Et les échecs de fusion, après 25 ans de carrière, je peux dire ça c'est que les échecs de fusion sont pour la plus grande partie liée à l'intégration culturelle. Dans les sociétés de services. Encore une fois, si vous produisez des pneus ou des charnières ou que sais-je, et qu'il n'y a que de la production, je peux encore imaginer que l'aspect culturel soit moins important, mais dans les sociétés de services, il n'y a que ça qui compte. C'est la culture des gens, la culture d'entreprise qui fait que vous pouvez avoir deux modes qui... Mais qui sont performants hein ! C'est la, c'est la raison d'être... Vous avez deux sociétés, toutes les deux sont rentables, toutes les deux font du chiffre, vous essayez de les fusionner et étant donné que toutes les deux sont rentables et donc de ce fait là, elle voit dans son modèle,

dans sa culture, dans sa manière d'être, une réussite. Elle ne va pas accepter d'adopter le système de l'autre. Et donc le blocage est imminent et inévitable.

J : Ça fait miroir, enfin, ça fait écho plutôt. À... Le cas d'une fusion qui avait échoué entre deux géants de l'automobile, c'était entre le groupe Daimler et Chrysler à l'époque.

A : Ah oui oui oui ! Ça c'était un énorme échec, mais à l'époque, c'était Daimler qui avait toujours eu l'attitude imprudente de faire des opérations... En fait, à l'époque, en Allemagne, il y avait deux cultures d'entreprise : Daimler qui achetait tout, qui voulait diversifier. Ils se retrouvaient partout, ils se retrouvaient dans... Daimler, avait AEG, les électroménagers, et y'avait Siemens. Siemens qui disait, nous, on fait notre métier, quand il y a beaucoup d'argent, on se transforme en banque, il le prêtait l'argent. Siemens faisait ça, tandis que Daimler avait cette ambition d'aller dans tous les sens, et cette fusion était dès le premier jour quand elle a été réalisée vue comme un échec certain. Je m'en rappelle très bien parce que j'étais étudiant à l'époque et j'étais à votre place. Les journaux disaient que ça, ça ne va pas le faire, parce que... parce qu'il y'avait vraiment aucune convergence culturelle. Chrysler, c'était des gens quand vous arriviez dans le parking de Chrysler, avec une autre voiture que Chrysler, vous aviez beaucoup de chance qu'elle soit saccagée.

J : Ah oui [rires]

A : Oui oui tout à fait [rires] à l'époque, vous arrivez avec Fiat, vous avez un rendez-vous chez Chrysler pour vendre je ne sais pas moi, du papier, on ne vous ouvre pas la porte hein

J : C'est fou !

A : C'était des malades mentaux, enfin à l'époque on disait ça manière de parler évidemment et la société ne se portait pas bien, mais elle avait cette fierté de quand même, enfin c'était Chrysler et Daimler était très sûre d'elle, extrêmement sûre d'elle et on savait que le clash était certain.

J : Je comprends mieux le euh... L'échec de l'opération. Et ça montre qu'en fait souvent, si la due diligence a été bien faite, s'il y'a un échec derrière, c'est à cause de la différence culturelle.

A : Maintenant il faut voir, il y'a quelque chose que vous devez savoir dans votre... dans le cadre de vos travaux, c'est que beaucoup d'opérations de ce type-là, sont des opérations qui ont des ambitions d'avoir un impact sur la bourse quoi. C'est parfois on dit, il faut booster le cours boursier ben on va faire une opération de ce type-là, on va annoncer ça.... Même si du point de vue économique ça ne tient pas la route. Maintenant, l'histoire pourrait faire dire qu'ils étaient peut-être les pionniers à avoir dans le secteur automobile des difficultés déjà à

l'époque et qu'il fallait fusionner. Puisqu'après on a eu quand même beaucoup de fusions dans le secteur automobile.

J : Oui en effet. Fiat a été racheté justement.

A : Oui donc après il y'a eu beaucoup de fusions et c'est pas fini, puisque le secteur automobile se porte tellement mal que je ne vois pas comment ils vont s'en sortir sans des restructurations de ce type-là quoi. Mais bon, l'histoire nous le dira...

J : En effet, on verra dans le futur.

**J : Pour en revenir à ça, est-ce que ça permet, la due diligence de... permettre de payer le juste prix pour l'acheteur et du coup pour le vendeur de vendre au juste prix ? Est-ce que ça peut servir d'outil de négociation ?**

A : Oui ça c'est clair, pour la deuxième partie de votre question, oui elle va servir pour négocier le prix, pour l'ajuster. Il a « ajuster

J : D'accord

A : Il a déjà été fixé à ce prix-là et puis, à ce niveau-là, et la due dil a révélé ceci et cela, on va corriger les amis hein. Parfois c'est prévu dès le départ, donc c'est prévu dans les premières conventions signées, on dit ben voilà, sous réserve du résultat de la due diligence. Ça, c'est clair. Maintenant, le juste prix, c'est déjà quelque chose de très très compliqué à estimer, même dans un contexte normal. Qu'est-ce que c'est que le juste prix ? Je vous donne juste un exemple de la vie quotidienne. Un bâtiment, il va vous dire la première chose qui va jouer, ça m'a été raconté plusieurs fois par les agents immobiliers, la première chose qui va jouer dans le prix de votre bien, c'est le code postal. Donc si vous êtes à 1000 ou 1200, ou 1180, c'est pas la même chose. Ce qui fait que pour moi, pour ça, donc, vous avez le même bâtiment, le même bâtiment, vous le mettez à 1080 ou à 1180, ce n'est pas la même chose dans des rues très semblables. En plus, c'est frappant parce que les rues des villes sont semblables. Vous avez une série de maisons, de bâtiments. Donc, le juste prix, très compliqué, il y a toujours une part de subjectivité et émotionnelle, une part émotionnelle et même dans les entreprises. Parfois euh... voir dans une entreprise, des grosses opportunités là c'est à faire...

J : C'est un peu la même notion que, que le goodwill aussi en soi. On a le prix de, de l'acquisition en elle-même, et puis on peut mettre un goodwill pour perspective ou pour d'autres raisons.

A : Oui

J : D'accord, je comprends bien. Voilà, au niveau des hypothèses, j'ai fait le tour. Peut-être quelques petites questions supplémentaires, si vous avez encore du temps.

A : Oui bien sûr, pas de problème

**J : C'est gentil. Merci. Quels sont les obstacles principaux rencontrés lors de la due diligence ? Est-ce que c'est plutôt la mauvaise collaboration, éventuellement du vendeur, par exemple s'il ne met pas les bonnes informations à disposition. On sait qu'en audit, ils ont une obligation quelque part de le faire, en tout cas les clients, mais dans le cadre d'une due diligence, c'est un peu différent. Ou est-ce que c'est plutôt la lenteur du procédé, par exemple ?**

A : Les choses dans la vie changent. Au départ, quand j'ai commencé ma carrière quand je faisais des due dils, la difficulté était d'avoir des informations. Vous posez la question où les gens ne sont pas très chauds pour la donner, ça traîne... donc ils souhaitent la donner. Voilà, ça traîne. D'accord. Maintenant, depuis quelques années, ce que je remarque, c'est plutôt le contraire. C'est-à-dire qu'on vous bombarde d'informations dans les datarooms. Vous avez des datarooms, mais qui sont surdimensionnées, avec tellement d'informations que vous passez d'abord votre vie à les mettre... à organiser, à lire toutes ces informations. Parce qu'en fait, on ne va pas diaboliser. On va dire qu'est-ce qui pourrait chercher quelqu'un de malveillant, c'est de noyer au milieu de toutes ces informations, une information importante et qui n'allait pas l'avoir parce que vous en avez tellement. N'oublions pas l'objectif final de la due diligence, c'est de donner l'information synthétisée. Parce que justement, l'acquéreur n'a pas le temps de lire tout ça. Et puis de toute façon, s'il le lit il ne va pas comprendre les conséquences ou pas forcément. Et donc, ça devient maintenant un grand entonnoir, énorme, et vous devez calibrer ce qui doit sortir de façon très intelligente. On vit maintenant le phénomène inverse. Et le vendeur, qu'est-ce qu'il veut ? Il veut se protéger. Parce que si jamais, une fois que l'acquisition s'est faite et qu'on découvre par exemple qu'il y a un risque fiscal, truc classique, mais ça n'arrive jamais parce que généralement, on le voit et qu'il veut attaquer le vendeur. Mais le vendeur dit : « Écoutez monsieur, regardez le document 3.1, c'était dedans. Ce n'est pas mon problème si vous ne l'avez pas lu. » Vous comprenez ?

J : Oui je comprends tout à fait oui.

A : Donc aujourd'hui, ces datarooms, et alors, en plus, dans beaucoup de ces datasarons, enfin pas beaucoup, mais souvent, ça m'est déjà arrivé, on ne peut pas imprimer. Donc on peut consulter les documents, mais on sait très bien que l'œil de l'être humain est beaucoup plus sensible quand il imprime un document, qu'il le lit, que lorsqu'il le voit sur un écran. Y' a des choses que... Fin, vous imprimez, vous vous dites, il y a une erreur que vous n'aviez pas vue sur l'écran. Alors pourquoi ? Je ne vais pas rentrer dans ces questions d'ordre psychologique ou qui font appel à des compétences que je n'ai pas. Et donc aujourd'hui, je dirais la plus grande difficulté parce que c'était là la question, ce n'est pas la mauvaise volonté, ce n'est pas

le fait qu'il ne vous donne pas d'informations, c'est qu'il donne beaucoup trop d'informations inutiles. Mais à l'intérieur de cette forêt d'informations, vous avez des informations...

J : Capitales oui

A : Et c'est le calibrage qui devient compliqué. [Pause] Pas facile.

J : Oui, je comprends. C'est marrant qu'il y ait eu un changement de méthode.

A : Oui, parce qu'en fait, maintenant tout le monde a ses conseillers, les vendeurs aussi. Tout le monde a ses conseillers, les vendeurs ont aussi leurs conseillers, et donc ils veulent faire des contrats où ils vendent, et le lendemain ils sont sur un avion, ils sont au soleil et qu'on ne vienne pas les embêter après. Vous connaissez l'affaire comment il s'appelle euh... Coucke, le président d'Anderlecht ?

J : Oui

A : Qui avait vendu sa société pharmaceutique. On avait lu dans les journaux, ce que je vous dis n'est pas confidentiel, en tous les cas pour l'information que j'ai, parce que je ne connais pas du tout le dossier. Mais l'acquéreur s'est retourné contre lui parce qu'il a découvert des choses qu'il ne savait pas et il remettait en cause le prix. Ils ont trouvé un arrangement.

Enfin, voilà, c'est quelque chose qui peut se produire. Donc, le vendeur peut dire dans ce cas-là : « Mais attendez, moi je vous ai bien dit, j'ai bien écrit dans tel document. Si vous ne l'avez pas lu, ce n'est pas mon problème. » Imaginez la forêt d'information ! Parfois, quand j'avais fait une due diligence en Allemagne pour une société belge, je suis arrivé le premier jour en pensant qu'on n'allait jamais y arriver. Il nous fallait une équipe de quatre ou cinq auditeurs au moins pour s'occuper de tout ça. Ne fût-ce que pour mettre les choses en ordre, pour organiser le travail, parce qu'il y avait des flux d'informations énorme, énorme.

J : C'est marrant, c'est vrai qu'avant on avait souvent cette limitation, le vendeur ne veut pas donner d'informations. Quand je regardais la littérature il y a peut-être vingt ans, ou même une quinzaine d'années, ils disaient que souvent l'obstacle était justement le côté récolte de données.

A : L'histoire a montré que cela pouvait se retourner contre lui. Parce que d'abord, l'acquéreur va même pouvoir dire : « Moi, si vous ne la donnez pas, on arrête là. » Ou bien, il va mettre une, il va retenir une partie de l'argent jusqu'à ce que l'information soit clarifiée. Voire, il va mettre une énorme responsabilité sur le dos du vendeur si jamais cette information s'avère utile, s'avère conséquente pour les aspects financiers de la transaction. Donc, le vendeur qui cachait des informations se retrouvait juridiquement lié à des conséquences qu'il ne veut pas. C'est pour ça qu'ils ont changé, les habitudes ont changé.

J : Je comprends.

A : Avec l'arrivée des datarooms, en fait, c'est les datarooms qui ont chamboulé la chose. Parce qu'avant, moi, j'ai encore participé au début de ma carrière à des due diligences, tout était papier. Vous arriviez, vous demandiez l'historique, vous demandiez des informations, des contrats. On vous les donne, il n'y avait même pas d'inventaire des informations qu'on vous donnait.

J : Ah oui, d'accord.

A : Les toutes premières due diligences auxquelles j'ai participé, il n'y avait même pas d'inventaire. On a commencé avec les inventaires pour dire « Voilà, ça, on vous a donné. » J :

J : Maintenant, c'est : « On vous a tout donné et si vous ne l'avez pas vu »

A : Oui voilà, c'est votre problème.

**J : Je comprends... Un autre sujet : est-ce que la valeur boursière de l'entreprise peut être un bon euh... un bon indicateur de la valeur d'acquisition d'entreprise ?**

A : Bah c'est toujours une indication, c'est toujours une valeur, je dirais, qui mérite d'être prise en compte. Maintenant euh..., je serai un peu plus prudent... c'est une valeur parmi d'autres. Mais ça, c'est pour la valorisation de la société, c'est un processus qui peut être intégré avec la due diligence, mais la valorisation, comme je vous dis, c'est beaucoup plus compliqué. C'est la... La subjectivité est très forte. Moi, j'ai vu des opérations. J'ai commencé ma carrière dans une société en bourse où le vendredi soir, à 5 h de l'après-midi, on faisait une annonce... d'acquisition. On disait : « Voilà, on va acheter une société aux Pays-Bas, en France, en Italie. » On terminait, le cours boursier était à 60 €, et il s'ouvre à 80 € le lundi.

J : Ah oui, vu qu'on a fait l'annonce de l'acquisition.

A : On a fait une annonce de discussion ou de négociation autour d'un achat potentiel. Il n'y a rien hein. La subjectivité elle est très, très forte. Donc, ce n'est pas toujours... Le prix, le prix d'une entreprise est très subjectif. Et moi, j'ai fait des due diligences où on me demandait d'évaluer... Je me rappelle d'une société il y a quelques années, deux ans, c'était une PME, je l'ai évaluée à 6 millions. La transaction s'est conclue à 9 millions avec un acteur, qui n'était même pas autour de la table. Donc la société était en vente, due diligence faite par le vendeur lui-même. [Pause]. Évaluée à 6 millions. On avait deux interlocuteurs potentiels, non pas potentiels, des acheteurs réels avec lesquels l'entreprise discutait. Les choses avançaient, ils allaient lancer leur propre due diligence, puis un acteur américain est arrivé, on ne sait même pas d'où il est venu. Enfin, en tous cas moi je n'étais pas du tout au courant. Et qui a dit on achète à 9 millions dans l'état des choses, pas de due diligence, rien du tout moi j'achète à 9 millions

J : D'accord.

A : Évidemment, le vendeur n'a pas hésité une seconde hein. Et les, les deux autres acheteurs potentiels étaient des industriels, qui étaient dans... Ils allaient acheter un concurrent quelque part. Tandis que l'américain euh... Il était aussi dans le secteur, attention, ce n'était pas des financiers pur jus, mais il cherchait à s'implanter en Europe. Et qui n'avaient pas, enfin c'était une porte d'ouverture pour lui et qu'il l'a saisi quoi. Donc il y avait beaucoup de subjectivité dans le sens où je peux imaginer que les Américains ne sont pas des imbéciles. Ils se sont dit « Écoutez, nous aussi on veut créer une société en Europe, ça va nous coûter 9 millions...

J : Autant l'acheter directement...

A : Voilà euh... On vous donne le prix que ça va nous coûter avec ce que vous avez.

J : D'accord. Je comprends » alors, c'est une question qui, qui... qui n'est pas liée à la dernière, à la précédente. Il y a aussi le cadre légal. A priori, pour l'audit, il n'y a pas vraiment de cadre légal.

A : Non.

J : Vu qu'on n'a pas de rapport formaté, etc.

A : Non.

**J : Il y a la norme ISRS 4400 qui est sur les missions connexes. Est-ce que même si [Pause] elle n'est pas directement liée à la due diligence, est-ce que quand on fait une due diligence, on suit un peu les mêmes principes qu'ISRS 440 ?**

A : Un petit peu, oui effectivement, on va s'en inspirer. Parce que la 4400 c'est les missions euh c'est les « upon agreed procedures » c'est ça hein ?

J : Oui c'est ça, c'est ça.

A : Oui donc c'est un peu des procédures convenues. Mais la, la difficulté, je dirais, de la, des procédures convenues, c'est que ça reste en fait normalement un audit c'est donner une opinion. L'audit porte sur des informations historiques. Une due diligence va regarder des aspects qui ne sont pas forcément des données financières historiques, mais elle va s'inspirer du fait que c'est convenu. Ça va être quand même une source d'inspiration.

J : D'accord, je comprends.

**J : Encore une dernière chose euh... Vous savez les contrats de travail ça fait aussi partie,**

A : Ce qui est RH ?

J : Oui c'est ça, plutôt, est que ça fait aussi partie des volets de la due diligence ?

A : Oui, tout à fait. Donc ça, ça peut être examiné, mais les aspects légaux, est-ce que les contrats sont en ordre, euh... est-ce qu'il n'y a pas de risques sociaux par exemple, on n'a pas

bien le règlement de travail, on n'a pas respecté les lois sociales d'une manière ou d'une autre, ou le droit de travail n'est pas respecté. Donc ça, ce sont les aspects qui vont être couverts. Par contre, l'assessment des gens, c'est-à-dire leur capacité, tout ce qui est soft, c'est pas possible, enfin, on peut, mais c'est rarement euh... rarement utilisé.

J : Je comprends. Euh... J'ai fait le tour de toutes mes questions et même en fait, un peu plus.

A : Oh ben c'est génial ! [Pause] Je ne sais pas juste quelque chose par rapport à l'enregistrement. Parce que tout à l'heure, j'ai eu des coups de fil, mais je n'avais pas éteint mon micro. J'espère que je n'ai pas dit des informations confidentielles...

J : Non, je n'ai... Pour être honnête, en fait ça a été complètement coupé, j'entendais rien.

A : Ah OK, parfait. Parce que je n'ai pas fait attention, sinon je pense pas avoir livré des informations qui sont euh... Qui pourrait poser problème.

J : Non, vous n'avez pas cité de nom d'entreprise donc quoi qu'il en soit...

A : À part celles qui étaient dans la presse.

J : Oui, ça, c'est.

A : Et je les connais pas personnellement donc euh... OK, parfait. Écoutez, je vous souhaite beaucoup de chance dans votre démarche. C'est un beau sujet.

J : Merci !

A : Beaucoup de réussite.

J : Merci beaucoup et encore merci de votre temps, surtout qu'on a dépassé le temps qu'on avait préparé.

A : Ah bah c'est pas grave, il faut toujours consacrer du temps aux étudiants parce que c'est vous qui allez payer nos pensions. [Rires]

J : Ah oui ça c'est vrai ! [Rires]

A : Aller...

J : Au revoir, bonne continuation

A : Merci, à vous aussi ! Au revoir.

J : Au revoir.

#### 7.3.4. Interview avec Renaud Thoma : Acteur dans les fusions — acquisitions

Il s'agit d'un interview hybride, une première série de questions a été envoyée par mail, dont les réponses suivent. Ensuite, une interview en visio-conférence a été effectuée pour approfondir certains aspects dont vous trouverez les verbatims à la suite.

Légende :

J : Intervieweur

R : Renaud Thoma

Présentation :

Le but de ce mémoire est :

D'apporter une nouvelle lumière sur les impacts concrets qu'a une due diligence dans un processus d'acquisition et de sonder des profils différents, à travers des interviews qualitatives afin d'apporter des éléments nouveaux et sous une perspective différente aux lecteurs non informés.

Le but de notre interview est de répondre à la question de recherche :

« Quels sont les impacts de la due diligence dans un processus d'acquisition ? »

Pour commencer, il est important de parler de confidentialité.

J : Êtes-vous d'accord de partager les informations échangées ici dans le cadre académique, pour un mémoire ouvert au public, ou souhaitez-vous qu'il soit fermé au public ?

S : OUI

Ensuite, prenons connaissance de votre background professionnel.

J : Quelle est votre formation ? Et quel(s) métiers avez-vous exercés, ou exercez encore ?

R : J'ai un parcours professionnel atypique. Je suis instituteur primaire de formation et ai exercé ce métier 5 ans. Je suis dirigeant d'entreprise (entrepreneur) depuis 13 ans. Après avoir repris, géré et revendu des entreprises pour mon compte propre, je suis intermédiaire en transmission d'entreprise (professionnel du M&A) depuis 8 ans.

J : Au vu de votre expérience dans le milieu des fusions et acquisitions, je suppose que le terme due diligence vous dit quelque chose ?

R : OUI

J : Avez-vous participé à des due diligences, et si oui quel(s) rôle(s) avez-vous exercé dans celle(s) — ci ?

R : OUI. J'ai été commanditaire d'une due diligence dans le cadre du rachat de ma 2<sup>ème</sup> entreprise. Dans mon métier d'intermédiaire, je ne participe pas aux due diligences en tant que telles (elles sont réalisées par les conseillers de l'acquéreur), mais je suis amené à prendre connaissance de leurs résultats et à guider les négociations entre cédant et acquéreur lorsque des points de désaccord sont soulevés lors de la due diligence.

J : Si vous avez répondu par la négative à la question précédente, dans le cadre des processus de M&A, quel(s) rôle(s) avez-vous exercé ?

⇒ Pas d'application

J : À présent, le but est de tester les hypothèses que j'ai établies après une revue littéraire afin de les réfuter ou confirmer. Vous pouvez répondre comme vous le souhaitez, en utilisant des exemples ou simplement en expliquant si vous confirmez ou réfutez.

J : La due diligence permet de limiter l'asymétrie de l'information lors d'un processus d'acquisition. Par exemple, elle peut diminuer la part d'ombre de l'acheteur lorsqu'il souhaite acquérir une entreprise et lui permet de prendre une décision en pleine connaissance de cause.

R : C'est partiellement vrai selon moi. En effet, même en cas de due diligence approfondie, le repreneur ne connaîtra toujours que très partiellement l'entreprise dont il va faire l'acquisition. Il lui faudra la gérer depuis des années pour en avoir une connaissance équivalente à celle qu'en a (vait) le cédant. Le cédant peut par ailleurs cacher certains types d'informations assez facilement (par exemple des heures supplémentaires payées « en noir » ou un conflit avec un fournisseur/travailleur/client pour lequel un risque de litige existe sans qu'une plainte écrite ait encore été déposée).

J : La due diligence permet de payer le juste prix pour une acquisition.

R : Pour les raisons exposées ci-dessus, pas forcément. Cela diminue le risque de surpayer, mais ne l'élimine pas totalement.

J : La due diligence permet de connaître en détail l'entreprise cible lors d'un processus d'acquisition. C'est-à-dire, d'aller plus loin que l'information financière et comprendre les processus de la supply chain, des types de contrats de travail signés et leurs implications, ou encore les risques environnementaux et provisions éventuelles.

R : À nouveau, c'est partiellement exact à mon sens. Il est essentiel d'effectuer ce travail et les exemples que vous mentionnez peuvent être étudiés efficacement lors d'une due diligence. D'autres points sont difficilement vérifiables, comme ceux que je cite au point 1. J'ai coutume de dire aux candidats repreneurs : « Même en payant 5 auditeurs pendant 3 mois vous ne saurez pas 20 % de ce qu'il y a à savoir sur l'entreprise. Le reste, vous l'apprendrez sur le tas. Vous devez l'accepter sinon vous n'entreprenez jamais. »

J : La due diligence permet d'éviter les échecs post- M&A, dans un sens large, c'est-à-dire, éviter des problèmes de culture d'entreprise non compatible, ou encore limiter le risque de déstabiliser l'entreprise par le départ de fournisseur ou client important à la suite de la fusion/acquisition.

R : Je suis plutôt en désaccord avec ce point-ci. Car on est très dépendant de déclarations dans ce cas. Le cédant peut raconter ce qu'il veut sur ses relations avec son personnel, ses clients et ses fournisseurs. Il refusera la plupart du temps tout contact entre le candidat-repreneur, ses salariés, clients et fournisseurs avant le closing, par crainte justement que des fuites au sujet

du projet de cession aient un impact sur ces personnes. Les cédants craignent en effet souvent que leur personnel ou un client annonce son départ s'il apprend qu'une cession est en cours. Ces craintes sont souvent non justifiées, mais les poussent à la confidentialité la plus stricte. Le processus de due diligence peut cependant évidemment permettre de prendre connaissance de risques liés aux personnes-clés au sein de l'entreprise (contrat, salaire conforme au marché, âge...) et à la dépendance vis-à-vis de certains clients ou fournisseurs (concentration, existence ou non d'un contrat...).

J : La due diligence permet de limiter les risques de vices cachés lors d'un processus d'acquisition. Et selon vous quels risques sont le plus fortement diminués ?

R : Une vérification minutieuse permet de limiter au maximum le risque fiscal, de déterminer son ampleur et de le reporter sur le cédant via une garantie de passif.

J : Selon vous, y'aurait-il d'autres impacts ?

De plus, j'aimerais apporter des éléments de réponses supplémentaires avec ces questions-ci :

J : Quels sont les obstacles rencontrés lors de la due diligence ?

J : La mauvaise collaboration ?

R : Dans le chef du cédant, elle est rare et doit mettre la puce à l'oreille du repreneur lorsqu'elle se produit : cherche-t-il à cacher quelque chose ? Il peut arriver que le comptable du cédant soit débordé et collabore de mauvaise grâce au processus. Mais dans la majeure partie des cas, tout se passe très bien.

J : La lenteur du procédé ?

R : Il arrive que certaines due diligences durent plusieurs mois. C'est mauvais pour tout le monde (sauf pour les auditeurs payés à l'heure) : le repreneur va payer extrêmement cher et le cédant s'énervera devant un processus qui s'éternise. Il a souvent jusqu'au dernier jour la crainte que l'opération n'aboutisse pas. En tant qu'intermédiaire, nous sommes parfois amenés à signaler à l'acquéreur que la durée de la due diligence devient problématique aux yeux du cédant et à lui demander si l'ampleur de la DD est bien proportionnelle à la taille de la société dont l'acquisition se négocie.

J : Est-ce les mêmes qu'on rencontre en général lors d'un audit financier ?

R : Oui, l'aspect financier (analyse des comptes) représentant en général la plus grosse partie de la due diligence. Une part importante des repreneurs s'arrêtent d'ailleurs à l'aspect

financier de la due diligence et ne mandatent pas d'experts pour les autres aspects (étude de sol/pollution, avocat pour relire les contrats importants...).

J : Selon vous, est-ce plus important dans le cas d'une entreprise avec actionnariat privé, ou publique ?

R : La présence d'un actionnaire public (c'est-à-dire d'un invest comme Finance.Brussels par exemple dans le cadre des dossiers que nous accompagnons) est généralement le signe qu'un premier contrôle « externe » sur la gestion de l'entreprise a eu lieu. Cela met en confiance le repreneur. Les due diligences sont de ce fait parfois allégées.

J : La valeur boursière d'une entreprise est-elle un bon indicateur de la valeur d'acquisition de l'entreprise ?

R : Nous n'accompagnons pas de sociétés cotées, nous sommes actifs auprès des PME. Si je dois répondre, je dirais non, car les OPA s'accompagnent généralement d'une prime assez conséquente par rapport à la valeur boursière. C'est la même chose pour les PME : la valeur de cession sera parfois nettement supérieure à ce que nous anticipions s'il s'agit d'un acquéreur stratégique voyant de fortes synergies.

J : Quelle est la responsabilité des praticiens ?

J : Est-elle limitée à ce que contient la lettre de mission ?

R : OUI

J : Est-ce une obligation de moyens, ou de résultats ?

R : De moyens

J : Dans le cas où les comptes sont audités, quelle différence cela fait-il, selon vous, quant à la manière dont vous validez l'information financière ?

R : Nous précisons bien en préambule de nos dossiers de présentation que nous n'avons pas réalisé d'audit des comptes (ce n'est pas notre rôle). Si les comptes ont été audités par un réviseur, ils seront pris avec davantage de confiance (même si le souvenir de l'affaire Enron devrait inciter à les scruter avec autant d'attention que s'ils n'avaient pas été audités) et devraient pousser le repreneur à concentrer sa due diligence sur d'autres aspects.

J : Merci de votre temps et de vos réponses !

### Partie interview en visio :

#### Interview visioconférence avec M. Thoma

J : Bonjour monsieur Thoma.

R : Bonjour. J'ouvre le questionnaire, comme ça... voilà. Je l'ai. Je vous laisse, je vous laisse guider.

J : Merci ! Tout d'abord, déjà merci pour vos réponses précédentes et merci d'avoir accepté cette interview en visioconférence aujourd'hui et de me consacrer de votre temps. Ce qui est intéressant avec votre profil, c'est le fait que vous avez d'abord été client due diligence et que, par la suite, en tant que praticien, vous avez été amené à consulter, en fait, différentes due diligences, d'autres euh... d'autres cas, et c'est pour ça que c'est une plus-value pour le mémoire.

R : Oui, j'ai en effet été des trois côtés : en tant qu'acheteur, donc client commanditaire de la due diligence, cédant qui devait répondre à la due diligence menée par le candidat acquéreur et intermédiaire. Donc oui, je connais les... diverses facettes.

J : Oui, c'est ça, et c'est vraiment intéressant dans ce sens-là, parce qu'en règle générale, les gens sont soit clients, ils restent plutôt dans ce côté clientèle, ou bien ils sont praticiens et ils ne sont pas trop amenés à voir le côté client. C'est pour ça que vous avez vraiment une vision un peu différente, et je pense que c'est ça qui est assez intéressant. [Pause] **Peut-être, avant de repasser à vos réponses précédentes, je voudrais ouvrir un peu le sujet en demandant : quels sont, pour vous, les impacts de la due diligence ?**

R : [Réfléchi] Les impacts, oui, les impacts peuvent être... peuvent être très, très variés et très différents, très différents, puisque ça peut aller jusqu'à... comment dire... l'abandon complet de l'opération si les résultats des due diligences sont réellement catastrophiques.

Du fait de l'expérience acquise aussi en tant qu'acquéreur, cédant et maintenant en tant qu'intermédiaire, on tente toujours, mes associés et moi, d'obtenir des offres qui sont euh, qui sont fermes dès le départ. Voilà. Donc on veut qu'avant la due diligence, il y ait une offre ferme qui soit remise. Parce qu'on sait que certains, certains acquéreurs, eux, vont dire : « Non, on fait d'abord une offre non liante, ensuite on fait la due diligence, et après on ajuste le montant, on ajuste ceci, on ajuste cela, ou on se retire complètement. » Ce qui est une situation d'insécurité complète pour tout le monde. Le cédant... oui s'il accepte une offre non ferme comme ça, il risque de ne rien avoir à la fin. Et l'acquéreur, lui, il couvre aussi un risque parce qu'il va peut-être payer des dizaines de milliers d'euros pour une due diligence, et finalement, le vendeur dirait : « Non, mais écoutez, je ne vous vends pas. ».

Donc voilà, c'est une situation qui est risquée pour tout le monde. Donc on essaye de faire en sorte que les offres soient liantes, et donc on prévoit... 3 scénarios enfin c'est ce qu'on suggère aux parties de faire... Enfin, après, elles ne nous écoutent pas toutes, mais on propose trois scénarios.

Un, la due diligence est tout à fait conforme ou présente des écarts minimes par rapport aux capitaux propres comptables. On poursuit l'opération telle quelle, et les quelques milliers... les quelques milliers d'euros en plus ou en moins ne font pas perdre de profit pour chacune des parties. Deuxième scénario : la due diligence reste ou elle montre certaines choses, mais qui restent, qui restent raisonnables. Imaginons qu'on est dans une fourchette... Je suis occupé, ma chérie, désolé. [Rires]

J : [rires]

R : Ce n'était pas prévu que... normalement, elle était à l'école, mais elle a vomi pendant une heure ce matin. Donc elle est là maintenant, en pleine forme évidemment, mais à 8h quand c'était l'heure d'aller à l'école ça n'allait pas évidemment... Oui, je disais, ou alors la due diligence montre un écart qui reste raisonnable par rapport aux capitaux propres, mettons entre deux... mettons entre deux et 10 % d'écart. Ben là, l'opération se poursuit quoiqu'il arrive, mais le prix est ajusté.

J : D'accord

R : Oui, en fonction de l'écart montré par la due diligence, ce qui peut amener, évidemment, les parties à renégocier. Parce que le cédant ne va pas forcément être d'accord si on lui dit que tout à coup, il y a 20 000 € de moins. Donc ça peut être un des impacts aussi, renégocier, même s'il y avait une offre ferme et que... et qu'on prévoit que l'opération se poursuit... il peut y avoir des divergences d'interprétation. Par exemple, l'audit du stock, on dit : « Écoutez, ça, vous l'avez valorisé alors que vous ne l'avez pas vendu depuis deux ans. ».

R : Mais le vendeur répondra : « Je n'en ai pas vendu depuis deux ans, mais le jour où ça se vend, ce sera à quatre fois son prix parce que c'est devenu une pièce très rare et qui ne périmé pas. » Donc il n'y a pas de vérité absolue. C'est de l'interprétation. Donc ça peut amener à renégocier. Et le troisième scénario, c'est celui que j'évoquais, où là, on prévoit que s'il y a un écart supérieur à x milliers d'euros, chacune des deux parties a la possibilité d'annuler l'opération en clair, voilà. Donc ça peut aller de pas d'impact si les divergences sont minimes, à revoir le prix de cession, ou, dans le pire des scénarios, faire capoter complètement l'opération.

R : Et là, je me rends compte en vous répondant que je parle beaucoup de la due diligence sous son aspect financier parce que c'est souvent là-dessus que les candidats acquéreurs à qui l'on a à faire vont se concentrer. Nous, on est actifs vraiment sur les PME, les opérations qui vont de valeur d'entreprise de 250 000 € à 15 millions. Donc les aspects culture d'entreprise, c'est vrai qu'ils vont pas trop, pas trop se concentrer dessus, à tort ou à raison. Comme je le disais aussi, parce que les clients qui sont généralement les cédants... nos clients sont vraiment très à cheval sur la confidentialité. Donc ils ne veulent pas qu'il y ait le moindre contact avec leur personnel, leurs clients, leurs fournisseurs. Et donc, oui, cet aspect culture d'entreprise... On est souvent sur des boîtes parfois de 100 personnes quand on est dans les titres-services, sinon plutôt entre cinq et 50. Donc il y a une certaine proximité entre le grand dirigeant et les salariés. Donc voilà, il connaît tout le monde, ils l'appellent par son prénom. Donc culture d'entreprise, généralement, oui, c'est assez proche, parfois paternaliste. Mais il n'y a pas... C'est un aspect qui paraît moins important que sur des boîtes de cinq ou 50 000 personnes où là, oui, tiens, comment est-ce qu'on manage ? Quelles sont les consignes données au management intermédiaire ? Ici, parfois, il n'y a pas de management intermédiaire. Il n'y a pas de management intermédiaire. La question ne se pose pas trop. Et... [Pause] Oui, j'allais dire autre chose, mais j'ai un peu perdu le fil... Oui oui oui, **vous parliez aussi dans votre questionnaire de ce qui est concentration client, concentration fournisseur.**

J : Oui.

R : Alors c'est évidemment des points importants. Nous, dans nos mémorandums de présentation, dans nos dossiers de présentation de société, on fait un topo là-dessus : le top 10, qui sont les principaux clients. Est-ce qu'il y a un client qui représente 40 %, ou est-ce que le plus gros client fait trois pourcents du chiffre d'affaires ? Ça, c'est des choses qu'on va mettre en avant, surtout quand c'est positif, évidemment. On ne va pas le cacher quand c'est négatif [rires]

J : non [rires]

R : Mais si la clientèle est très bien répartie, on va le noter parce qu'on sait que c'est quelque chose... qui est important pour les candidats, évidemment. Le risque n'est pas le même. On a déjà eu comme ça une opération où on conseillait l'acheteur. Pour le coup, il a repris une boîte qui faisait 80 % de son chiffre d'affaires avec une filiale de Solvay. Voilà. C'était une situation qui était connue. Donc le prix... le prix n'a pas été le même que si ça avait été 10 %... Heureusement, parce que Solvay est parti 12 mois plus tard. Donc il a fini par devoir déposer le bilan, mais il a payé la boîte au niveau de ses capitaux propres. Donc il n'y a pas

eu... La perte... la perte est restée limitée parce que le risque était limité aussi. Mais voilà, ça, c'est des choses qui, en général, dans le type d'opérations où on est, sont étudiées avant même que l'offre soit remise. Donc c'est plus trop creusé lors de la due diligence. Ici dans le cas que je cite avec Solvay ils ont relu le contrat attentivement donc ils savaient dans quoi ils mettaient les pieds. Dans ce genre de cas oui, mais maintenant la concentration en tant que telle... elle est connue avant de,... avant que la due diligence soit faite donc c'est plus vraiment étudié lors de la due diligence. Mais les contrats qui lient la société aux clients, quand il y en a, parce qu'il y en a rarement à notre échelle aussi, vont être étudiés à ce moment-là.

J : Ça rejoint aussi... parce que j'ai aussi interviewé un réviseur d'entreprise, par exemple, qui lui a aussi travaillé sur des dossiers plus gros. Mais même dans des cas où on travaille sur des entreprises plus importantes et où il y a une notion de culture d'entreprise, il reconnaissait que c'était quand même assez compliqué d'évaluation. Notamment parce que... souvent, maintenant, on travaille avec une data room, et il confiait simplement : « Essayer d'évaluer une culture d'entreprise au travers d'une data room, ça relève plus de la voyance que d'une certification de fait. »

R : [Acquiesce]

**J : Et donc voilà, même si dans la littérature, on revoit souvent qu'on dit : « La due diligence va pouvoir aider pour évaluer la culture de l'entreprise et que c'est un facteur déterminant dans post-acquisition. » On se rend compte que dans les faits, c'est quand même assez compliqué d'évaluation et que ça ne fait pas toujours sens non plus.**

R : Oui, je suis d'accord avec lui, que c'est assez compliqué, tous ces aspects qualitatifs... les chiffres sont relativement simples à vérifier, le stock, on peut voir s'il tourne ou pas, la comptabilité, s'il y a des choses qui risquent de mener à un redressement fiscal, ça va se voir, un réviseur va le voir aussi, maintenant, oui la culture d'entreprise... En général, à notre..., enfin sur les opérations où on est, la due diligence, ça consiste à envoyer un réviseur chez le comptable pendant deux jours, voilà, c'est principalement ça qui va être fait, et tous les aspects qualitatifs, oui, il va y avoir deux, trois rencontres entre l'acquéreur et le cédant, et ça va se limiter à ça. Il va poser des questions, tiens, quelles sont les pistes de développement selon vous, comment, quelle est votre relation avec le personnel, la réponse sera à peu près toujours la même : « Oui c'est comme une grande famille ! »

J : « Oui tout va super bien ! »

R : C'est toujours comme ça : « oui, on est une grande famille, vous savez. » Et puis après, oui, on découvre parfois, je prends le cas, je prends le cas de la deuxième boîte que j'ai reprise où, oui, c'était une grande famille, à les écouter, il y avait le cédant et sa femme qui était salariée de la boîte, et c'est elle qui gérait le personnel. Oui, une fois que je suis arrivé, j'ai compris que le salarié ne pouvait pas la saquer, et que le champagne était au frais, qu'elle allait prester son préavis, elle restait encore neuf mois, mais le champagne était au frais pour le jour où elle partait, et j'ai joué les médiateurs pendant un certain temps.

J : [Rires]

R : Pendant le temps où elle était là, parce que, oui, elle était tout le temps sur leur dos et ils en avaient ras le bol. Et là, oui, pour le coup, moi je suis très différent, j'ai horreur du micro-management, donc je fais confiance aux gens, ce qui est parfois un grand tort, mais je ne suis pas derrière eux pour leur dire ce qu'ils doivent faire. Donc là, c'est clair que, oui, pour le coup, la culture d'entreprise a assez radicalement changé du jour au lendemain, mais comment est-ce que j'aurais pu identifier ça avant, sachant que, oui, j'ai à peine dit bonjour à un des salariés avant de reprendre, et c'est tout. On était dans la dernière phase avant la conclusion. Je suis venu un moment dans la société, discuter avec le cédant, donc j'ai croisé les salariés, je leur ai dit « oui bonjour » fin voilà c'est tout, il n'y a eu plus de contact que ça. Donc ça aurait été très difficile de me rendre compte de ça avant, et en même temps, ce n'est pas un élément qui pour moi aurait été bloquant. Je me suis dit, oui, c'est comme ça, ok, les cultures d'entreprise ne sont pas les mêmes. Si je réfléchis dans le cadre d'une acquisition stratégique... voilà, c'est un fait, c'est connu, ce sera découvert après la cession. Est-ce que ça rend insurmontable ou est-ce que ça fait perdre tout sens à l'opération ? En tout cas... non, si on sait s'adapter, la culture d'entreprise c'est celle-là, on fait avec.

Maintenant, je connais aussi des cas d'échec retentissant dû à une culture d'entreprise très différente. Je peux par exemple parler d'Upignac qui appartenait à la famille Petit, il y avait cinq frères associés, ils ont vendu à des cadres de Carrefour, je crois, qui sont arrivés en pensant qu'ils savaient tout mieux que tout le monde, ils allaient tout révolutionner, et deux ans plus tard, ils ont revendu à un seul des frères Petits qui a pu racheter la boîte, tout seuls, tellement elle avait perdu de la valeur en moins de deux ans.

Autre cas, un repreneur qui rachète une boîte, puis qui arrive au milieu de tous ses ouvriers, avec sa Maserati, ça met une mauvaise ambiance très rapidement et voilà...

J'avais encore un troisième... exemple en tête... Oui, des gens qui ont repris une boulangerie industrielle, enfin une grosse chaîne de boulangerie, Tyrion, dans le Hainaut, une opération à quelques millions, et une boîte qui emploie quand même une centaine de personnes. Ce n'était pas le petit boulanger du coin. Et qui... dans le milieu de la boulangerie, les heures supplémentaires généralement sont payées, sont payées... en noir quoi... enfin n'est pas déclaré. Donc, il y a une partie des ventes, il y a toujours une caisse noire dans 95 % des boulangeries en Belgique, c'est comme ça, paraît-il, que les contrôleurs fiscaux le savent, mais que tant que ça reste dans des proportions raisonnables, ils ne creusent pas tant que c'est 5 à 10 % du chiffre d'affaires qui n'est pas déclaré, ils ne creusent pas plus loin, parce qu'ils savent que ça sert avant tout à payer les heures supplémentaires. C'est un métier qui est en pénurie, c'est très compliqué de trouver du personnel, les horaires sont abominables dans beaucoup de cas, et donc si vous ne complétez pas, comment dire, le salaire officiel par du... du black qui permet d'arriver à 3000 net, vous ne trouverez personne, c'est comme ça dans ce secteur-là. Et donc là, les repreneurs sont arrivés, ils ont vu l'étendue du noir, ils ont voulu tout révolutionner, mais on va vous donner des avantages extra-légaux, chèques repas à fond, voiture de société pour toutes les personnes avec des rôles un peu importants, et le black, dans trois mois c'est fini. Ça a été la révolution dans la boîte. Une bonne partie des salariés sont partis à la concurrence très rapidement, et à nouveau... voilà.

Comment s'en rendre compte, comment s'en rendre compte avant, c'est pas déclaré, donc ça va forcément... ça ne va apparaître nulle part. Il faut quasiment faire... y réfléchir comme un contrôleur fiscal dans ce genre de cas, et dire « Tiens, vous achetez 600 000 sachets de pains ronds chaque année et selon vos chiffres, vous n'en vendez que 480 000 où sont les 120 000 qui restent ? » C'est compliqué, je crois que beaucoup de gens n'auront pas ce réflexe-là.

Donc, je crois que la culture d'entreprise, la façon dont le personnel est managé, ça fait partie de ces choses qui resteront des inconnues jusqu'au jour où on aura les deux pieds dedans, voilà. C'est ce que j'écrivais, c'est ce que je dis toujours, même si vous faites appel à un cabinet de big four pendant trois mois pour analyser sous tous les angles la boîte que vous reprenez, oui, vous connaîtrez peut-être 20 % au lieu de 1% avec une due diligence normale, mais ça va pas beaucoup plus vous avancer. Il y a un moment où il faut accepter qu'être entrepreneur, c'est prendre des risques. J'en connais qui n'ont pas fait de due diligence ou réduit vraiment au minimum, c'est-à-dire qu'ils ont eux-mêmes épluché les comptes, posé quelques questions, et basta, sans même faire appel à un réviseur. Il y a différents profils, il

y'a, il y'a... mon associé qui a beaucoup étudié ça, la vente et la psychologie des gens, il vous dirait qu'il y a différents profils d'entrepreneurs. La plupart sont des fonceurs, des cow-boys.

Moi, la deuxième boîte que j'ai reprise, mais j'avais quand même fait une due diligence, qui a duré deux jours, via un réviseur d'entreprise, et qui avait attiré mon attention sur un risque fiscal qui dépassait le montant de la garantie passive dont on avait convenu. Ça la dépassait pas énormément et donc... on s'est dit c'est pas grave, on continue comme ça, tant pis, parce que le pire des cas, si déjà il y a un contrôle, il faut qu'il n'accepte pas les arguments qu'on peut fournir, etc.

Puis, je disais, il y a des gens qui ont... enfin qui fonce avec une due diligence vraiment réduite au strict minimum, même sur des opérations à 2 millions. Je connais... encore une boulangerie, d'ailleurs, mais quelqu'un qui a repris une boulangerie en... ouais, sa due diligence ça a duré une après-midi, je pense pourtant l'opération c'était une opération à deux millions d'euros, mais il a foncé. Il y'a des profils comme ça d'entrepreneurs qui foncent... qui acceptent les risques. À côté de ça, vous avez des profils de techniciens qui eux vont tout éplucher. C'est les gens qui généralement, au 1<sup>er</sup> rendez-vous avec le cédant, vont déjà arriver en ayant imprimé toute la comptabilité et vont commencer à poser des questions sur chaque ligne avant même de poser des questions sur comment fonctionne le business, voilà, ça existe aussi, et on a déjà vu... c'est aussi sur une opération un peu moins de 2 millions d'euros, quelqu'un qui a payé 300 000 € de frais de consultance pour faire la due diligence... sur une opération à 2 millions. Oui, c'est comme ça. Il est sûr de ne pas prendre de risque, un ancien banquier [rires].

J : [Rires]

R : Donc, il veut vraiment très... je minimise mon risque à fond, tant pis si ça me coûte plus cher. Et donc il a payé oui 156 % du prix en consultance, en avocat, en réviseur, pour vraiment tout éplucher pendant des semaines... Je pense pas que ça en valait la peine, on lui a fait comprendre à un moment qu'il fallait qu'il arrête, parce que ça... aussi, je l'ai écrit, parfois c'est... le cédant il n'en pouvait plus, quoi, ça s'éternisait. En plus, la convention que ses avocats avaient écrite après faisait 75 pages. Il y a un moment où il faut mettre le oh là ! et dire « bon, écoute, vraiment, ton offre elle est super et c'est pour ça qu'ils l'ont accepté, mais là, tu es en train de gaspiller ton temps et ton argent pour rien. Donc il va falloir que tu choisisses, si tu avances maintenant, si tu conclus ou pas. » Voilà. Ça, ça fait partie de notre

rôle aussi, d'intermédiaire, de remettre l'église au milieu du village quand la due diligence se passe mal, et elle peut se passer mal, pas seulement parce que les résultats ne sont pas ceux qui étaient attendus, **mais aussi tout simplement parfois parce qu'elle est trop longue. Ça, c'était une de vos questions.**

J : En effet.

R : La durée peut être très variable, ça peut aller vraiment d'une après-midi à... à deux mois et ça pour la même boîte même... ce serait potentiellement la même, mais... mais le profil de l'acquéreur et... son attitude face au risque qui va... qui va changer. Je pense qu'en moyenne, moyenne, dure deux ou trois jours sur les PME sur lesquels on est, est voilà, ça doit... doit... la médiane médiane même, que la majorité des due diligence sont de deux à trois jours. Mais parfois c'est plus court et parfois c'est beaucoup plus long, ce qui n'est pas justifié finalement. Quand on reprend une boîte de 5000 personnes cotée en bourse là, oui, c'est logique qu'on fasse appel à des cabinets de big four et que ça dure, et que ça dure des semaines. Sur des PME, c'est vraiment jeter l'argent par les fenêtres, me semble-t-il.

J : D'accord. Très bien, merci de votre réponse.

R : Je vous en prie. Si je suis trop long, n'hésitez pas à me le dire.

J : Non, pas du tout. J'avais... mais j'avais un commentaire, et je viens de perdre le fil de ma pensée, mais ça me reviendra probablement par la suite. Ah oui, voilà aussi, dans la... dans la due diligence, enfin non, c'est juste tout le temps comme ça, on est toujours limité à ce qu'on met dans la lettre de mission. C'est aussi pour ça que c'est très variable, et c'est pour ça probablement qu'on peut avoir des due diligences qui vont durer l'après-midi, des due diligences qui vont durer trois mois, dépendant du budget, du temps disponible, et comme vous vous le disiez, du profil de l'acquéreur.

R : Je crois que c'est le profil de l'acquéreur qui détermine ce qu'il va mettre dans sa lettre de mission et le budget qu'il est prêt à consacrer, c'est ça qui va faire. Parce que si ça dure des semaines, et que ça a coûté 300 000 € dans le cas que je cite. Évidemment, ça faisait plaisir aux cabinets qui étaient là, qui étaient payés à l'heure et pas au résultat, donc forcément, au plus ça durait, mieux c'était pour eux.

Mais la plupart, dans la plupart des cas, où le cédant va dire « bon, faites analyser les comptes, M. Le réviseur, combien ça va me coûter », il y en a un qui va dire « moi, je vous le fais en deux jours pour 3000 € », un autre qui va dire « je vous le fais en deux semaines pour 15 000 € », ok, 3 000 € en 2 jours, c'était bien. C'est généralement, généralement, comme ça que ça va se passer. Donc, pour répondre à votre remarque, je crois que c'est vraiment le profil, la personnalité, évidemment la taille de l'opération sur laquelle on est aussi, qui vont déterminer le contenu de la lettre de mission et le budget qui sera consacré, d'accord, c'est ça l'ordre logique, me semble-t-il.

**J : Et vis-à-vis des volets qui vont être couverts ?** Parce que, encore une fois, dans la littérature, les due diligences, on a vraiment plein de volets différents, on a le volet social, fiscal, légal, on a évidemment la revue financière, il y avait aussi les éventuelles revues de la culture d'entreprise, mais dans la pratique de ce que je comprends avec mes interviews c'est qu'on est sur quelque chose qui va être, en règle générale, la revue financière principalement, et aussi la revue des contrats, et un peu de fiscale.

**R :** Oui, vraiment, c'est sur l'aspect financier que ça va se concentrer, financier, fiscal, qui sont, qui sont, qui sont liés d'une certaine manière. En contrôlant la comptabilité, s'il y a quelque chose qui est sujet à la contestation un jour, de la part du fisc, ça devrait sauter aux yeux. C'est vrai que généralement, les due diligences se concentrent là-dessus, voire même se limitent à ça. Parfois, il va y avoir, un peu d'aspects social, surtout s'il y a des raisons d'être prudent, imaginons qu'il y ait eu un licenciement pour faute grave quelques semaines ou quelques mois avant, oui, l'acquéreur va demander l'avis d'un avocat spécialisé. La faute grave est vraiment justifiée ou est-ce que... j'ai... ce que jr risque de devoir verser cinq ans de salaire à la personne ?

Même chose s'il y a vraiment beaucoup de personnel, la relecture des contrats de travail ou s'il y a des systèmes de bonus ou ce genre de choses là. On va... on va... on va creuser, on va creuser cet aspect-là. Dans certains secteurs, il va y avoir, s'il y a des contrats avec les clients, ce qui n'est donc pas le cas partout, mais si on est dans des services B2B, nettoyage par exemple, là, oui, on va relire, on va relire le contrat, quelle est sa durée, quand est-ce qu'on peut le rompre ? C'est aussi sur l'aspect à nouveau chiffre que ça va se concentrer, à savoir tiens, est-ce que c'est rentable dans le fond, combien ça rapporte, combien ça coûte, et ça, ça

peut être compliqué à vérifier aussi. Mais c'est vraiment, oui, toujours l'aspect financier qui est primordial... primordial aujourd'hui.

**Et vous parliez dans votre questionnaire de l'aspect environnemental...**

J : Tout à fait

R : Qu'on ne voit quasiment jamais être vérifié dans les due diligences. Si on est dans l'industrie lourde..., là, oui, il y aura peut-être à un moment un acquéreur, un peu prudent, va peut-être commanditer une étude de sol pour voir s'il y a une pollution, un risque de pollution qui pourrait forcément se retrouver à sa charge plus tard, s'il doit dépolluer. Mais c'est vraiment dans des cas très spécifiques qu'on va voir ça. Il est même arrivé un jour, au moment où on rédigeait le mémorandum, donc on ne fait pas du due diligence de seller due diligence en tant que telle, mais on demande quand même à voir certains documents pour préparer le dossier de présentation, là c'était une menuiserie, et notre client, quand on lui a demandé son permis d'environnement, on l'a regardé : « Dites, vous savez qu'il est expiré ? » « Non, je ne savais pas » « Ça fait un an et demi que vous n'avez plus de permis d'environnement en vérité » « Ah bon, écoutez, je vais demander le renouvellement alors... » Voilà, c'est évidemment quelque chose où là, peut-être qu'au cours de la due diligence, ça aurait été demandé comme document, et on se serait aperçu de quelque chose, mais c'était un aspect qui est négligé par les dirigeants d'entreprise, même eux-mêmes aujourd'hui. Donc les candidats repreneurs ne font pas nécessairement beaucoup plus, beaucoup plus attention, malheureusement.

**J : C'est aussi, c'est aussi ce que M. euh enfin, un réviseur que j'ai interviewé me confiait, il me disait : « Oui, dans la pratique, en fait, le volet environnemental, bien qu'il devienne de plus en plus sérieux, les obligations de plus en plus lourdes, dans la pratique, ça se fait pas beaucoup, à part dans quelques cas comme l'industrie de la chimie, etc., mais dans les autres, la plupart des autres cas, ce ne sera pas fait et même l'entrepreneur... le cédant n'est pas au courant des obligations éventuelles qu'il a »** vis-à-vis de ces obligations environnementales justement donc ça corrobore tout à fait vos propos en fait c'est vraiment quelque chose qui devient de plus en plus sérieux d'un point de vue obligation, mais qui dans la pratique n'est pas encore pas encore très très vérifié...

R : Oui, mais en Wallonie, le décret sol, ça ne rigole pas. Donc, s'il y a une pollution, les gens n'ont peut-être pas conscience que ça peut leur coûter quelques centaines de milliers d'euros de polluer un sol en dessous de leur usine. Et donc, à côté de ça, oui, c'est vrai que faire une

étude de sol, aller faire des carottages à certains endroits pour voir s'il y a un risque de pollution quelque part, oui, ça va coûter quelques milliers d'euros...

La plupart des gens vont vouloir faire cette économie-là. Si un jour on découvre qu'il y a une pollution, ben, oui, on peut ajouter deux zéros au montant du chèque. Donc, ça peut avoir du sens. D'autant plus qu'en Wallonie, il y a des chèques entreprises pour ceux qui font appel à un cabinet spécialisé en études de sol, et ça allège énormément le coût de l'intervention.

Les gens n'ont pas forcément connaissance que ces dispositifs d'aide existent déjà. Parce que j'en connais, des bureaux d'études comme ça, qui sont spécialisés dans l'étude des sols et qui interviennent souvent dans le cas où une cession d'entreprise est en... est en cours. Donc, ça existe, mais les gens n'en ont pas systématiquement conscience.

Voilà. C'est vrai que les aspects non financiers sont souvent très survolés lors des due diligences. Maintenant, comme je dis, c'est aussi lié au type d'opération. Quand on reprend une boîte de nettoyage ou un petit producteur alimentaire, le risque de pollution est assez limité malgré tout, sauf si l'installation se trouve sur un ancien site de station-service ou de garage. Là, là, ça peut inciter à faire une étude de sol.

Maintenant, si on parle, par exemple, de reprendre un site comme ArcelorMittal, l'un de leur site en Belgique, là, oui, l'aspect environnemental serait fort creusé par le repreneur. Sinon, ce serait un bel idiot. Mais bon, pour des opérations de cette taille, les « beaux idiots » sont rares.

J : Bien qu'il y ait eu des cas de fusion-acquisition dont l'échec était assez retentissant, et pourtant c'étaient de grosses boîtes... Il y a eu Caterpillar qui avait racheté une entreprise en Chine, Siwei, et complètement... Enfin, ils avaient été complètement floués par rapport aux comptes. Ils n'avaient pas réellement fait de due diligence parce que c'était une partie située en Chine. Ils n'avaient pas spécialement les, les... contacts qu'il fallait, ils ont pris le risque, et au final, je pense que la valeur de l'acquisition a été diminuée. Avec un empirement l'année d'après... à 80 %, je crois.

Donc, même dans des grosses opérations, il y a quand même encore des échecs. Il y a aussi eu, dans le temps, Daimler-Chrysler. Un cas où... c'était plutôt... un manque de considération vis-à-vis des problèmes de culture d'entreprise, qui était fondamentalement différente. Il y avait aussi une surestimation des synergies, qui sont restées au stade d'ébauches et n'ont jamais permis de faire un retour sur investissement.

Donc, voilà. Tout ça juste pour dire que, enfin pour commenter que même dans des cas où les entreprises sont plus grosses et que les montants en jeu sont plus importants, des erreurs ou des « idiots », comme vous dites, il y'en a toujours.

R : Voilà, mais comme j'ai dit tout à l'heure, il y'a vraiment différents profils. Si votre CEO est un ancien comptable, très « coupeur de cheveux en quatre », vous pouvez être sûr qu'il y'aura une due diligence très poussée là ou si c'est un profil d'entrepreneur ben, même sur une grosse opération, il peut décider : « Non, c'est bon, on va pas vérifier ça, ça coûte trop cher ». Et puis, ça finit par coûter dix fois plus cher. C'est...

C'est comme ça. Les profils psychologiques sont très différents. Moi, par exemple, pour la première boîte que j'ai reprise, je n'ai pas fait de due diligence en tant que telle. J'ai juste un peu vérifié le... le stock. On était sur une opération de 150 000 euros, quelque chose comme ça. À l'époque, je n'étais pas bien riche à ce moment-là, donc forcément, le risque était limité à ce montant-là.

Et aller payer les réviseurs que ce soit une opération à 100 000 euros ou à 10 millions, ils vont passer le même temps à éplucher la comptabilité, donc leur coût est le même. Sur une petite opération, ça vaut d'autant moins le coup. Moi, je me suis limité à poser quelques questions sur la comptabilité, ok, mais surtout à vérifier que le stock avait de la valeur et qu'il tournait, parce que c'était ça le point essentiel.

Et comme je le disais, c'était un cas où... il y avait beaucoup de stock, avec des articles qui tournaient très rarement, mais c'étaient des pièces... des pièces rares. Le jour où ça se vendait, ça se vendrait très cher. C'était des pièces détachées industrielles liées à la transmission de puissance. Bref, je ne vais pas vous ennuyer avec tous les détails techniques, mais... Des pièces qui n'étaient plus beaucoup utilisées, que plus grand monde ne stockait ni n'achetait, mais comme c'était le seul ou l'un des rares les stocker... Le jour où une entreprise en avait besoin parce qu'une machine était à l'arrêt, et que la chaîne de production est à l'arrêt et qu'à chaque heure c'est des centaines de milliers d'euros de perdus ben là, peu importe le prix de la pièce, ben là la pièce on va la vendre très cher.

C'était son modèle économique. Donc euh, ça aurait été très différent si ça avait été du stock complètement obsolète. Là, j'aurais bien dit : « Non, finalement, je corrige ce que j'ai dit sur le prix que je propose. » Mais ça n'était pas le cas.

J : J'avais vu... J'ai aussi une expérience en stage d'audit. Sur les stocks, j'ai vu différentes politiques. Une fois, on auditait une nouvelle entité d'un grand groupe coté au BEL 20 en Belgique. Et cette nouvelle entité avait une vision très particulière sur le stock où ils disaient : « Oui, nous sommes au courant qu'on n'a pas vendu cette pièce depuis trois ans, mais peut-être qu'on la vendra l'année prochaine. »

On leur répondait : « Attendez, ça fait trois ans que vous n'avez pas vendu cette pièce-là » Ça représentait des sommes astronomiques, avec des caisses entières de ce type de stock. Ils avaient fait une réduction de valeur de je pense 10 %, mais on leur disait : « Ça fait trois ans, il y a peu de chances que, par miracle, l'année prochaine, vous vendiez tout. » Donc, il fallait appliquer une réduction de valeur d'au moins 50 % pour refléter la réalité économique. Au final ils ont quand même fait la réduction de valeur, mais... ça montre clairement que les stocks y'a potentiellement beaucoup de travail dessus à faire.

**J : Sur un autre sujet, est-ce que la due diligence permet de faciliter l'accès aux investisseurs que ce soit un investisseur privé ou un organisme bancaire ?**

R : Alors, pour ce qui est de l'accès au financement, c'est clair qu'à partir de... d'un certain niveau de prix, et donc de risque, la banque voudra qu'une due diligence soit faite. Ce sera une des conditions suspensives de son accord de crédit. Si elle n'est pas réalisée, ou si elle ne montre pas que tout est ... que tout est en ordre, l'offre de crédit qui avait été faite ne tient plus.

Voilà donc ça c'est, pour un certain niveau d'opération, ça devient indispensable, en tout cas pour les financements bancaires. Maintenant, si on est en financements en capital ou en [Pause] des garanties qui seraient accordées par des organismes publics, par exemple, là aussi, je pense que c'est un élément facilitateur. Ce sera même... Tout dépend de qui est l'associé ou l'investisseur potentiel qui monte.

Si c'est un entrepreneur ou une personne privée, avec un profil fonceur, un peu comme le premier entrepreneur, ils ne vont pas forcément se tracasser avec une due diligence. Par contre, si c'est un profil très différent, plus technicien, là, oui, ça peut même créer des frictions. Parce que l'un voudra couper les cheveux en quatre, tandis que l'autre qui verra juste la facture des réviseurs...

Si c'est... des petits fonds d'investissement et il y en a quelques-uns, comme Transfund ou d'autres qui, qui interviennent spécifiquement pour financer des transmissions d'entreprise en prenant des participations minoritaires pour compléter vraiment les capitaux propres du

repreneur... là, oui ils vont demander qu'il y'a due diligence un minimum sérieuse, qui soit faite. C'est la même chose pour les différents investisseurs publics. On sait que ce sont des conditions... des conditions sine qua non.

La seule exception qui peut arriver... c'est peut-être avec des organismes comme la Sogepa, par exemple, ou là ils interviennent vraiment en urgence sur des boîtes sur le point de déposer le bilan. Là, il n'y a pas forcément le temps de faire une due diligence. Ils vont peut-être un peu fermer les yeux, parce qu'au final, ils rachètent davantage un potentiel et une sauvegarde de l'emploi possible plutôt qu'un actif existant. Donc, dans ces cas-là, la due diligence est un peu moins indispensable.

Mais, en règle générale, je dirais que oui, si on veut faire appel à un co-investisseur institutionnel avec quelques guillemets avoir une bonne due diligence à montrer. Si le co-investisseur est déjà là avant, il va souvent exiger qu'une due diligence soit réalisée. Et s'il arrive après, il sera rassuré par le fait qu'elle ait été faite, et si elle n'a pas été suffisamment sérieuse, suffisamment poussée ben ils le diront.

Imaginons qu'on soit justement sur un dossier industriel avec une pollution potentielle, s'il n'y a pas eu d'audit environnemental préalable. Là, oui j'imagine qu'un investisseur comme Sombre Invest ou un autre, va dire quand même : « Dites oui, il faudrait quand même vérifier ça. » Alors que... L'acquéreur n'aura pas forcément pensé. Mais c'est aussi parce que c'est un peu leur métier, la reprise et l'investissement ce qui n'est pas forcément le cas d'un investisseur privé qui reprend pour la première fois ou si c'est un stratégique, son métier c'est de gérer sa boîte, pas de gérer des reprises. Donc forcément, on a toujours un œil plus expert sur... la question de la transmission quand on fait intervenir un institutionnel. Donc probablement due diligence plus poussée.

**J : Je comprends. Et ça euh... ben ça confirme du coup mon hypothèse par rapport à cette facilité que ça peut... Enfin que la due diligence peut justement aider à montrer patte blanche auprès d'un organisme financier.** C'est logique : une banque n'a pas envie d'investir dans une black box complète. Le risque serait beaucoup trop important, surtout quand on parle d'opérations à un, deux millions, ou plus de millions. Je peux comprendre que la banque n'ait pas très envie de se mouiller.

Oui, je vois ce que vous voulez dire. En fait, grâce à l'ouverture du sujet et aux questions que j'ai posées, vos réponses ont couvert presque tout l'ensemble du questionnaire, voire même plus que ce que j'avais prévu à l'origine. Donc ça c'est très positif.

Pour revenir à cette question, je vous avais demandé si la due diligence permet de payer un juste prix pour une acquisition. Vous m'avez répondu que, « pour les raisons que vous avez exposées juste au-dessus, ce n'est pas forcément. Que cela diminue le risque de surpayer, mais que ça ne l'élimine pas totalement. » Et c'est vrai aussi que cette notion de « juste prix » peut avoir plusieurs définitions. Qu'est-ce que le juste prix au fond ?

Au fond, un bien ne va pas forcément être évalué de la même manière selon son code postal, par exemple, comme dans le cas de l'immobilier. De même, la valeur que quelqu'un sera prêt à mettre dans une entreprise dépendra de nombreux facteurs, dépendant de s'il envisage des synergies, ou si ça lui permettra d'avoir une entrée sur un territoire, il ne va pas avoir la même valeur que quelqu'un qui veut juste racheter un concurrent par exemple et donc c'est vrai que cette notion du juste prix ce n'était pas très très pertinent. Et que même dans le sens de surpayer, encore une fois tout dépendait du cas.

R : Oui, c'est vrai qu'on peut discuter pendant deux heures de ce qu'est le juste prix et d'ailleurs tous nos confrères quand ils doivent faire une estimation de la valeur, ils mettent souvent en préambule que le prix n'est pas la valeur développée sur 20 lignes que le prix dépend de la négociation entre les parties, mais la valeur, elle, dépend de... de moyennes de marché, d'éléments très théoriques. Et, oui, c'est ce qu'on... ce qu'on explique toujours à nos clients aussi. Nous quand on détermine ce que l'on pense être un prix réaliste, on parle de prix financier. C'est-à-dire, c'est le prix que va mettre un entrepreneur par rapport aux moyennes du marché, qui n'aura pas des synergies énormes etc.

Maintenant, si c'est un acquéreur stratégique, s'il a des raisons très... très intéressantes de finaliser l'opération, s'il va pouvoir créer des synergies, ou s'il veut entrer sur un territoire comme vous le disiez, ou avoir des clients auxquels il n'a pas encore accès, ben oui, là, le prix pourrait être... pourrait être 20, 30, parfois 50 % de plus... On a eu un exemple l'année passée, et c'est un exemple qu'on cite aussi toujours à nos clients. Dans le secteur des plats préparés, où il y a eu cinq offres. La plus basse était à 7 millions, et cette offre, elle était... elle était solide, elle était bien construite, elle tenait la route, il payait autant de fois l'EBITDA. Et donc oui pour une société de cette taille, c'était logique. J'ajoute la trésorerie moins les dettes... Et l'offre la plus élevée était à 11 millions. Là, on voit une différence de... de plus de 50 %, mais cette offre aussi était parfaitement logique. C'est juste que le multiple n'était pas le même. Ben parce que ça a été repris par deux acteurs stratégiques. L'un avait

déjà plusieurs abattoirs de... de volailles et qui voulait avoir plus de bouchers et qui allait peut-être rentabiliser plus rapidement que celui à 7 millions. Donc, oui, le juste prix va dépendre en effet du profil de l'acheteur et des synergies potentielles qu'il a.

Et pour revenir au lien qui a entre le juste prix et la... la due diligence ben oui, à partir du moment où on part du principe qu'on ne verra pas tout lors de la due diligence, non, ça ne vas pas vraiment, pas vraiment nous aider... elle... elle va mettre en évidence ce qui est déjà évident, Donc oui, s'il y'a un énorme risque fiscal ou un gros risque environnemental, une bonne due diligence va permettre de le voir. Maintenant, si c'est un problème de culture d'entreprise.... Vous citez un bon exemple tout à l'heure... Que vaut une boite dans la culture d'entreprise est totalement différente de la vôtre et où il n'y a aucune synergie possible, bah elle vaut peut-être zéro dans ce cas-là. Il ne faut peut-être pas faire l'opération.

J : En effet.

R : Et donc... alors qu'une autre boite qui serait dans le même secteur, mais qu'ils ont exactement la même culture d'entreprise. Ça vaut peut-être le coup de l'acquérir. Donc oui toutes les limites qu'on a énoncées au sujet du juste prix... La due diligence il y'a des choses qu'elle ne va jamais permettre de voir. Ou très très difficilement ou avec un cout très élevé. Donc je suis, sur la possibilité d'aboutir ça un juste prix je suis mitigé grâce à la due diligence je veux dire. D'autant que, enfin si l'EBITDA est bidouillé, si le montant des stocks est bidouillé, là la due diligence va aider. Si c'est une question de culture d'entreprise, on oublie. Si c'est une concentration client qui devrait amener à la prudence pour les revenus futurs, là ben oui comme je le disais, dans notre logique ça va être vu et connu avant même la due diligence. Ça, c'est quelque chose qu'une due dil peut permettre de voir, même chose si les contrats client montrent qu'ils puissent partir dans 3 mois. Là aussi c'est quelque chose que la due diligence va permettre de le voir.

**J : OK je vois, donc dans certains cas ça va limiter le risque de surpayer vis-à-vis de ces éléments, mais c'est donc les aspects quantifiables, et vérifiables.**

R : Oui c'est ça. Tout ce qui est qualitatif est plus compliqué. Tout ça est basé sur des questions, et parfois, on fait face à des dirigeants qui disent qu'ils travaillent seulement 20 heures par semaine, mais après, une fois qu'on a racheté la boite, on se rend compte qu'ils bossent 70 à 80 h semaine. Que c'est du micro-management poussé à l'extrême, que c'est eux qui gèrent tout l'aspect technique. Et donc ça dans la valorisation ça impacte, parce qu'on estime qu'il fait mi-temps alors qu'au final vu le nombre d'heures qu'il fait c'est plus 200 000

de salaires qu'il faut compter. Ces éléments, c'est du quantitatif, mais qu'on estime par rapport à du qualitatif donc pour ça, c'est plus compliqué.

J : D'accord je comprends très bien.

R : Encore une chose là-dessus, je sais que les grandes banques d'affaires ont des process qui ne sont pas les mêmes que nous. À savoir qu'il y a généralement une première phase, une première information, mais beaucoup plus restreinte, où l'on demande de faire une première offre non liante, ce qui permet ensuite d'être sélectionné pour le deuxième round, où l'on a accès à une data room. Là, ça va aussi changer, ça va changer, un petit peu ma réponse concernant le juste prix, parce que la évidemment la data room, et la due diligence qui arrive plus tard, vont permettre d'ajuster la première proposition qu'on a faite.

On a eu un cas un jour où on conseillait l'acheteur sur un dossier avec Rothschild qui était l'intermédiaire du cédant. Sur base des premières informations, avec nos clients, on avait rédigé une proposition non liante. Mais une fois qu'on a fait partie des candidats sélectionnés et qu'on a pu accéder à la data room détaillée, là, on a vu que la situation n'était pas du tout ce qu'on pensait... Le prix a été divisé par trois ou par quatre, finalement.

Donc là, forcément, la due diligence a... vraiment un rôle à jouer en matière d'ajustement du prix.

J : C'est intéressant, c'est vraiment une hypothèse à nuancer. Ce n'est pas validé, ni réfuté, mais plutôt à expliquer et à nuancer, dépendant des cas. C'est aussi pour ça que j'ai fait des interviews qualitatives et non une enquête quantitative, parce que c'est beaucoup plus, enfin c'est difficile de répondre à ces questions de manière vraiment catégorique. Ça dépendra du cas par cas, de la lettre de mission, du profil de l'entreprise, de pleins pleins de facteurs différents. C'est pour ça qu'il vaut mieux avoir des interviews qualitatives, pour commenter, nuancer et apporter différents points de vue.

**Selon vous, qu'est-ce qui est le facteur qui cause l'échec après l'acquisition ? Parce qu'avant l'acquisition, cela peut être la découverte d'éléments vraiment insurmontables, ou des problèmes de négociation, voire une mauvaise collaboration.**

R : Après l'acquisition, la principale cause d'échec, c'est ce que vous avez évoqué, la culture d'entreprise. C'est la cause principale d'échec sur les opérations stratégiques car cela conduit aussi à surestimer les synergies. Parfois, on s'imagine de belles collaborations, on se dit « nos équipes vont travailler ensemble, on aura 4 millions de chiffre d'affaires d'un côté, 5 de l'autre, et ensemble, on fera 12 sans devoir engager personne ».

Oui, mais non, le problème, c'est que les gens ne vont pas savoir travailler ensemble parce qu'ils ont des logiques de travail complètement différentes. C'est vraiment ça, je pense... la principale cause d'échec. Et c'est la cause d'échec, parce que ça, on ne peut pas l'identifier avant. Pour d'autres aspects, comme un redressement fiscal, si on doit payer 200 000 €, est-ce que c'est un échec en tant que tel ? Il y a des garanties passives qui permettent de les couvrir des éléments et de protéger les aspects quantifiables. Donc un échec complet et retentissant, ça va... c'est vraiment très rare parce qu'il y'a ces garanties de passif.

C'est plus ben la culture d'entreprise et la surestimation des synergies potentielles, les deux étant assez souvent liées. Ce n'est pas seulement lié au personnel, c'est aussi par rapport à la clientèle. Quelle est la stratégie ? Est-ce qu'on est sur du volume avec un service médiocre ou du premium avec un service de haute qualité ? Euh... Parfois, des sociétés se disent « je suis dans... dans une logique de volume, mais je passe à côté de certains marchés parce que je ne sais pas fournir la qualité attendue, je ne peux pas faire ça », et donc elles s'intéressent à une entreprise qui est dans du haut de gamme pour espérer décrocher ces marchés-là pour lesquels ils ont de la demande, mais qu'ils ne décrochent jamais.

Parfois, c'est une stratégie totalement consciente, d'aller sur une boîte qui a une culture vis-à-vis de sa clientèle. Ça marche ou ça ne marche pas. Mais cette comment dire, approche est connue cette fois, ce n'est pas la surprise.

Donc oui la surestimation des synergies, c'est un échec. Quelle est la cause ben, l'excès de confiance, ou une erreur stratégique, on peut le résumer comme ça. L'excès de confiance, est souvent la cause de nombreux échecs maintenant que j'y réfléchis dans le chef du repreneur, le repreneur arrive souvent en étant persuadé qu'il va faire trois fois mieux que ce que faisait le précédent, qui a pourtant 35 ans de métier. Voilà, on est confrontés parfois à des egos assez, assez, assez démesurés et cela peut être une cause d'échec. Clairement oui. Ce qui n'est pas lié au processus en tant que tel, parce que ce n'est pas la due dil qui va permettre de le voir... Sauf si l'acquéreur va chez un psychologue pour dresser son profil avant... avant l'opération. Ce qui serait conseillé d'ailleurs.

La plupart des gens ne sont pas conscients de leur profil psychologique. Parfois, on rencontre des personnes qui se décrivent comme très proches de leur personnel, alors qu'elles ne le sont pas du tout, et qui sont perçues comme des tyrans par leur équipe ça aussi ça peut être une cause d'échec. Une méconnaissance de soi qui mène à une sur confiance, une surestimation des synergies, tout ça c'est un intiment lié, je pense.

J : Merci, merci beaucoup de votre réponse et de toutes celles que vous m'avez données. Je pense qu'on a couvert toutes, toutes mes questions qui étaient déjà dans le premier... dans le premier questionnaire ainsi que toutes les, les questions supplémentaires que j'avais envie de discuter avec vous. Encore un grand merci pour votre temps.

R : Je vous en prie ! Eh bien bon travail à vous, et bonne chance !

J : Merci et bonne continuation à vous, et encore merci.

R : Je vous en prie c'était avec plaisir. Bonne journée.

J : Bonne journée.

Résumé :

**UNIVERSITÉ CATHOLIQUE DE LOUVAIN**  
Louvain School of Management

Place des Doyens, 1 bte L2.01.01, 1348 Louvain-la-Neuve  
Boulevard Emile Devreux 6, 6000 Charleroi, Belgique  
Chaussée de Binche 151, 7000 Mons, Belgique

[www.uclouvain.be/lsm](http://www.uclouvain.be/lsm)