

Les process particuliers d'acquisition et de vente

600 On s'arrêtera ici sur deux process particuliers : d'une part, la vente aux enchères d'entreprises (A), d'autre part les opérations dites de « public to private » (B).

Section I

La vente aux enchères d'entreprises (« open bid »)

601 La vente aux enchères (open bid) permet au cédant de solliciter des offres pour l'acquisition de tout ou partie de sa participation dans la société cible de la part de plusieurs candidats acquéreurs intéressés et ce, dans le cadre d'une procédure très structurée mettant en concurrence les repreneurs potentiels.

Le processus de vente aux enchères, qui présente aussi bien des avantages que des inconvénients, comporte trois phases : son initiation par le futur cédant, l'élaboration par ce dernier d'un dossier de présentation de la société cible et les réponses apportées à celui-ci par les candidats repreneurs.

A. Avantages et inconvénients de la vente aux enchères de la société cible

602 La mise en vente aux enchères de la société cible permet au cédant de tirer le meilleur prix de l'entreprise ainsi vendue grâce à une large mise en concurrence des repreneurs potentiels.

Le cédant est en outre le maître du jeu, notamment en ce qui concerne le calendrier des opérations et l'accès des acquéreurs potentiels aux informations et aux documents relatifs à la société cible.

Toutefois, une telle opération ne va pas sans présenter un certain nombre d'inconvénients pour le cédant. Tout d'abord, pour que le processus de vente aux enchères réussisse, il faut qu'il soit lancé au bon moment, c'est-à-dire lorsque la société cible présente des perspectives attirantes. L'objectif recherché est bien évidemment de recueillir plusieurs offres sérieuses de candidats de manière à ce que le jeu de la concurrence puisse produire tous ses effets. Cela n'est pas évident si la société est très spécifique ou l'opération particulièrement complexe. Par ailleurs, le grand nombre d'interlocuteurs entraîne des frais et une mobilisation du management importants de la part du cédant, ce qui peut perturber le bon fonctionnement de la société cible. Il met également en danger la confidentialité des informations révélées dans le cadre de la procédure.

La vente aux enchères implique également un calendrier serré, qui n'est pas compatible avec l'organisation des grands groupes dans lesquels la prise de décision est longue et complexe.

Du fait de la concurrence entre acquéreurs, les **candidats repreneurs** risquent de faire une offre trop élevée ou d'accepter un nombre trop faible de dispositions contractuelles les protégeant. Ils auront également reçu moins d'informations sur la société cible. Enfin, la concurrence instaure un climat de défiance au stade initial des pourparlers, qui influencera par la suite le climat de l'ensemble de l'opération de LBO.

C'est pourquoi la procédure de vente aux enchères peut décourager les candidats les plus sérieux avec lesquels une négociation individuelle, bilatérale, aurait été plus efficace.

Les candidats réellement intéressés par la société cible cherchent à être retenus comme candidat « préféré » (« preferred bidder ») et à obtenir une période d'exclusivité pendant laquelle ils tentent de rétablir l'équilibre de la convention de cession en leur faveur.

Mais d'autres techniques sont envisageables. Un des candidats peut essayer de court-circuiter le processus de vente aux enchères en faisant d'emblée une offre très élevée dans le but d'obtenir l'exclusivité de la négociation et un accès plus libre à la société cible et à son équipe de direction.

B. L'initiation de la vente aux enchères par le futur cédant

603 L'opération de vente aux enchères est initiée par le futur cédant, qui identifie d'abord les candidats acquéreurs potentiels avant de leur envoyer une lettre d'invitation à participer à l'opération.

1. L'identification des candidats acquéreurs potentiels

604 Le cédant confie le plus souvent la recherche de repreneurs potentiels à une banque d'affaires. Cette dernière identifie alors les investisseurs susceptibles d'être intéressés par la société cible avant de les approcher et utilise à cette fin ses connaissances sectorielles, ainsi que ses contacts dans le monde de l'investissement. Elle veille à sélectionner un nombre suffisant de candidats pour que le processus de vente aux enchères se déroule dans des conditions favorables pour le cédant. Par la suite, la banque d'affaires prépare un document de présentation destiné aux candidats acquéreurs potentiels (« information memorandum »).

Les candidats peuvent alors prendre connaissance de ce document, sous réserve de la signature préalable d'un engagement de confidentialité (« non-disclosure agreement »). Ce dernier impose à l'acquéreur potentiel, tant en son nom qu'au nom de ses salariés et conseils, de respecter la confidentialité des informations auquel il aura accès durant l'opération de vente aux enchères. La confidentialité s'étend à l'existence même de la recherche d'un repreneur par le cédant.

Ces deux documents sont transmis aux candidats avec une lettre de couverture, souvent qualifiée de lettre d'invitation (« process letter »), qui détaille les modalités de la procédure que le cessionnaire entend suivre pendant les pourparlers.

2. La lettre d'invitation à participer à l'opération de vente aux enchères

605 La lettre d'invitation présente aux candidats repreneurs potentiels les caractéristiques de la procédure de mise aux enchères : calendrier de sélection, modalités et canaux de communication, accès à une data room pour les candidats sélectionnés, conditions juridiques de l'acquisition, etc.

La lettre d'invitation constitue une **offre d'entrer en pourparlers**, c'est-à-dire d'entrer en négociations en dehors de tout contrat. En l'absence de texte spécifique concernant l'initiation des pourparlers, le principe de la liberté de l'initiateur de l'offre s'impose aux acteurs. Sa responsabilité pourra alors être difficilement engagée.

Il convient toutefois de noter la réserve de la loyauté qui doit présider à l'initiation et à la conduite des pourparlers. Ainsi, peut être sanctionnée une faute de l'initiateur de l'opération de vente aux enchères causant un dommage à l'un des candidats acquéreurs.

606 Selon l'adage latin « *patere legem quam ipse fecisti* » (« subis les conséquences de ta propre loi »), le **cédant** n'est tenu que par sa lettre d'invitation. Il est dès lors fréquent que les lettres d'invitation excluent largement, si ce n'est systématiquement, toute responsabilité du cédant dans le cadre des pourparlers. Dans la majorité des cas, le cédant prend soin de ne pas donner de teneur contractuelle à la lettre d'information. Il est donc tout à fait libre de s'exonérer de toute **obligation** réellement contraignante autre que celles dérivées du principe de bonne foi.

Que contient alors la lettre ? Le cédant ne promet pas de vendre mais ne fait qu'indiquer qu'il est prêt à examiner les éventuelles propositions de reprise qui pourraient lui être faites. Mais par mesure de prudence, il se réserve toute liberté pour prendre en considération une offre, donner accès à la data room à l'un des candidats ou négociier et conclure un contrat avec n'importe quel partenaire de son choix. En outre, le cédant peut se réserver par écrit le droit de mettre fin à tout moment à tout contact avec un candidat acquéreur, sans qu'il ait à motiver sa décision. Plus généralement, le cédant se garde le droit de prendre toute décision de manière discrétionnaire et sans indemnité de sa part. Tout au plus il peut s'engager à considérer avec diligence et sérieux et à accorder un traitement égalitaire aux candidats présélectionnés, mais cet engagement est très rare en pratique.

607 Si le cédant met en place une procédure et porte les règles de celle-ci à la connaissance des repreneurs potentiels, il donne un fondement contractuel à sa responsabilité. Le **non-respect** de ses **obligations** entraîne l'allocation de dommages-intérêts au bénéfice du repreneur qui a subi un préjudice. Le cédant doit donc apprécier le risque qu'il prend en s'engageant par exemple à sélectionner le candidat mieux-disant ou encore à consentir un traitement égalitaire à chacun d'entre eux, notamment s'il a une préférence initiale pour un acquéreur potentiel. Il arrive en effet souvent que le choix de la mise en vente aux enchères d'une société soit en réalité faussé par le souci du cédant d'amener un candidat particulier à proposer un prix plus élevé que celui initialement envisagé dans le cadre de négociations bilatérales... Toutefois, il convient de relativiser le risque pris par le cédant, la preuve du non-respect de l'égalité de traitement entre les candidats étant en pratique difficile à établir pour un candidat évincé.

608 Si le cédant exclut expressément de donner un fondement contractuel à son offre ou à une partie déterminée de son offre, sa responsabilité contractuelle ne pourra pas être engagée. Seule sa **responsabilité délictuelle** pourra l'être, en application de l'article 1382 du Code civil.

La faute permettant d'engager la responsabilité délictuelle est la même que celle qui contribue à une rupture abusive des pourparlers. Elle consistera en un usage abusif de la liberté de rompre, soit parce que l'intention de nuire du cédant pourra être démontrée, soit parce que les circonstances de la rupture conduiront le juge à estimer qu'elle revêt un caractère fautif.

Il s'agit plus précisément de la violation par le cédant d'une obligation comportementale, le cédant agissant de mauvaise foi. La mauvaise foi est un comportement non conforme à celui dont le juge estime qu'il eût été adopté par un partenaire honnête et normalement soucieux d'observer la morale et les usages des affaires.

609 Éléments de droit comparé

Il existe une grande cohérence des principes dans les grands systèmes de droit qui se rapprochent tous du droit positif français. Presque partout en effet, le principe de la liberté de l'initiateur de l'offre s'impose, sous réserve de la loyauté de l'initiation et de la conduite des pourparlers.

En **droit anglais**, il n'existe pas de principe imposant aux parties d'agir de bonne foi dans le cadre de pourparlers. En pratique, des obligations implicites de coopération et de loyauté permettent d'engager la responsabilité civile du cédant peu délicat. Ce dernier pourra néanmoins s'affranchir de toute responsabilité s'il démontre que son comportement aurait pu être celui d'un professionnel « raisonnablement naïf » (déclarations négligentes, par exemple).

Le **droit américain** est similaire. L'obligation de ne pas négocier de mauvaise foi qui pèse sur le cédant est en effet souvent tenue en échec par les tribunaux. Ceux-ci considèrent au contraire que le devoir de négocier de bonne foi doit résulter des termes même de la lettre d'invitation.

Le **droit allemand** est quelque peu différent. La notion de bonne foi s'apprécie dès l'initiative des pourparlers. Une relation de confiance est en effet réputée exister entre les parties en négociation dès ce moment. Cette relation revêt un caractère quasi contractuel. La violation de l'obligation de négocier de bonne foi entraîne la mise en jeu de la responsabilité contractuelle, et non délictuelle, du cédant.

Ainsi, un cédant qui laisse croire qu'il est sincèrement décidé à céder son entreprise, alors qu'une telle sincérité fait défaut, sera sanctionné. En revanche, la rupture, même brutale, des pourparlers est justifiée et donc non sanctionnable dès lors qu'un motif valable existe (offre mieux-disante d'un tiers).

C. L'élaboration d'un dossier de présentation de la société cible

610 La lettre d'invitation est accompagnée d'un dossier de présentation de la cible (« information memorandum »). Ce dossier est habituellement préparé avec le concours de la banque d'affaires conseil du cédant.

Généralement, le contenu du dossier est le suivant :

- Les **particularités de la société cible**. Sont notamment présentés l'historique de la société, son organisation, la structure de son actionnariat, les dirigeants, l'organigramme et les effectifs ;
- Les **marchés et programmes de la société**. Sont pour l'essentiel concernés les produits et programmes (tant en développement qu'en production), les clients et les fournisseurs les plus importants, le réseau de distribution, la promotion des ventes, l'évolution des parts de marché ;
- Les **éléments financiers** de la société. Sont inclus le bilan de la société, le plan prévisionnel, sa situation de trésorerie, le périmètre de consolidation, les hypothèses de développement.

611 Les éléments fournis dans le dossier sont plus ou moins **précis**. Le plus souvent, le cédant ne divulguera que les informations strictement nécessaires aux candidats potentiels pour fonder leur intérêt à une éventuelle candidature. Néanmoins, il doit être particulièrement attentif à la **sincérité** des informations fournies dans le cas où les candidats sont invités à formuler une offre liante sur le seul fondement du contenu de ce dossier. En pratique, le dossier de présentation permettra, dans la plupart des cas, aux candidats de formuler une offre non engageante du point de vue juridique. Cette offre est simplement indicative et servira de base pour le cédant qui procède à une sélection préliminaire d'un certain nombre de candidats. Les candidats ainsi choisis peuvent accéder par la suite à des informations plus complètes.

Les décharges de responsabilité (« disclaimers ») sont devenues classiques en la matière. Le cédant prévoyant insèrera dans le dossier de présentation une clause selon laquelle l'exactitude et l'exhaustivité des informations fournies ne sont pas garanties.

D. La réponse à la lettre d'invitation

La sélection des candidats

612 Deux hypothèses sont envisageables. Il est possible que le cédant, ayant mis à la disposition des éventuels acquéreurs le document de présentation, attende une offre engageante de ceux-ci. Il est possible aussi que le cédant attende seulement une offre non engageante juridiquement, en vue de choisir un nombre limité de candidats autorisés à accéder à la data room. Bien évidemment, l'initiateur de l'offre reste libre de déclarer l'offre infructueuse et de mettre fin par anticipation à la procédure.

1. L'offre engageante

613 Lorsqu'ils sont tenus de formuler une offre ferme et engageante sur la base de la lettre d'invitation et sur le seul fondement du dossier de présentation, les acquéreurs potentiels prennent soin d'assortir leur engagement de conditions suspensives. Il peut par exemple s'agir de l'obtention d'une autorisation réglementaire.

En réalité, une décision d'investissement basée uniquement sur le document de présentation se retrouve rarement en pratique. Elle est en général inacceptable pour les actionnaires de l'acquéreur potentiel. Dès lors, le choix d'une telle procédure par le cédant présente le risque majeur de faire renoncer tout candidat potentiel.

En pratique, l'offre engageante n'est requise qu'au dernier stade du processus d'open bid, après la remise d'offre non-engageante et après négociation. C'est d'ailleurs sur la base de cette offre engageante émise par le candidat sélectionné que le cédant pourra accorder une exclusivité.

2. L'offre non engageante

614 Une telle offre poursuit plusieurs objectifs :

- il s'agit, d'abord, de marquer un intérêt et de **fournir un prix** jugé acceptable par le cédant. Sur cette base, les acquéreurs potentiels pourront ainsi accéder à la data room. Néanmoins, l'indication d'un prix est un exercice délicat. En effet, au cours des pourparlers ultérieurs le cédant s'efforcera de faire augmenter le prix. En pratique, l'évaluation est le plus souvent enfermée dans une fourchette. De même, il est préférable d'évoquer un prix approximatif au lieu d'un chiffre précis ;
- il s'agit, ensuite, de prévoir des **possibilités de sortie** au cas où les vérifications conduites dans le cadre de la due diligence révéleraient des doutes persistants sur la fiabilité du projet d'affaires qui constitue le fondement de l'évaluation.

Une lettre de réponse n'a pas en droit français la **valeur** d'une sollicitation. Néanmoins, il convient pour le cédant de prendre garde aux conséquences qu'une lettre de réponse peut avoir en pratique.

En effet, très souvent, il est difficile pour le cédant de rompre unilatéralement et sans raison valable les pourparlers à l'issue de la due diligence sans encourir le risque d'engager sa responsabilité. Le cédant doit, ainsi, veiller à s'organiser des portes de sorties. Il lui est possible d'arrêter la négociation sans engager sa responsabilité. Le candidat, quant à lui, devra veiller à ce que l'offre n'ait qu'une valeur indicative. De même, les obligations de l'ofrant devront être mises au conditionnel. Sera ainsi évitée la requalification de ces obligations en obligations de résultat.

L'acquéreur potentiel doit indiquer les conditions de financement et les modalités de paiement du prix offert, les éventuelles garanties assortissant le prix.

615 Les **acquéreurs** retenus doivent démontrer leur **capacité financière** en vue de l'acquisition. En cas de recours au financement bancaire, les acquéreurs doivent obtenir des lettres d'engagement (« commitment letters ») signées par leurs partenaires financiers. Ces lettres sont de nature à certifier le fait que l'acquéreur disposera, au moment du closing, des moyens financiers nécessaires au paiement du prix d'acquisition. Parfois, le cédant fait en sorte qu'un syndicat bancaire propose aux candidats acquéreurs de financer leur acquisition. Ceux-ci pourront bénéficier ainsi d'une source de financement préétablie, tout en continuant à rechercher par eux-mêmes une source de financement qu'ils estiment plus favorable. Il s'agit du « staple financing ».

Sur la base des offres non engageantes reçues, le cédant établit en principe une short list, sélectionnant deux ou plusieurs candidats afin de participer à la deuxième étape de la procédure de cession : la « due diligence ».

616 **Conseils pratiques concernant les ventes aux enchères et les open bid**

Conseils côté cédant – Pour limiter les risques encourus dans le cadre de l'opération, le cédant devra :

Insérer dans la lettre d'invitation une clause générale d'exonération de responsabilité dans le cadre des pourparlers, indiquant par exemple qu'il se réserve le droit de modifier les conditions de la procédure de vente, d'y mettre fin à tout moment, de décider discrétionnairement du choix d'un candidat.

S'assurer que tous les candidats repreneurs disposent du même niveau d'information.

Se conformer aux règles déontologiques en évitant la transmission d'informations inexactes ou susceptibles d'induire les candidats en erreur, les contradictions...

Insérer dans le document de présentation une clause indiquant qu'aucune garantie n'est donnée aux candidats quant à l'exactitude ou l'exhaustivité des informations fournies.

Demander aux acquéreurs de démontrer leur capacité financière.

Conseils côté cessionnaire – Pour limiter les risques encourus dans le cadre de l'opération, l'acquéreur devra :

En cas d'offre engageante : assortir l'offre de conditions suspensives objectives, par exemple liées à l'obtention d'autorisations réglementaires.

En cas d'offre non engageante : évoquer un prix indicatif approximatif ; enfermer l'évaluation dans une fourchette ; se réserver des portes de sortie en vue d'arrêter éventuellement la négociation sans engagement de responsabilité ; stipuler que l'offre n'est qu'indicative ; mettre les obligations de l'offrant au conditionnel ; ajouter des conditions de réalisation d'audits ou d'obtention de financement.