Stratégie de l'acheteur et du vendeur pour les ventes aux enchères en contexte de F&A de sociétés fermées



FASKEN

Traçons l'avenir

FASKEN
Traçons l'avenir

Table des matières

1. **Aperçu** **3**

2. **Stratégie pour les acheteurs : prix d'achat, certitude de l'opération et attitudes** **5**

   a. La lettre d'intention : renforcer la confiance du vendeur au-delà du prix proposé 6

   b. Les modifications de la convention d'achat d'actions : privilégier une approche simple, prévisible et propice à la réalisation de l'opération 7

   c. Vente par les fondateurs : envoyer les bons signaux 8

3. **Orientation pour les vendeurs : la stratégie optimale dépend du contexte** **9**

   a. Les accords de non-divulgation, la lettre de processus et la convention d'achat préliminaire 10

   b. Évaluation des offres et octroi de l'exclusivité 12

   c. Alignement avec les objectifs 12

   d. Roulements et réinvestissements 13

   e. Clauses restrictives 13

   f. Ventes d'actifs et cessions de certaines activités 14

   g. Vérification diligente des vendeurs 14

   h. Opérations en une ou deux étapes 15

   i. Déclarations et garanties 16

   j. Une sortie sans obligation post-clôture par opposition aux indemnités; assurance déclarations et garanties 16

Personnes-ressources de Fasken **17**

Autres guides de Fasken dans les domaines des marchés des capitaux et des F&A **18**

© 2026 Fasken Martineau DuMoulin S.E.N.C.R.L., s.r.l.
Tous droits réservés.

Avertissement : L'information et les opinions figurant dans la présente publication ne sont fournies qu'à titre de renseignements généraux et ne constituent d'aucune façon des conseils professionnels d'ordre juridique ou autre. Le contenu de la présente publication ne saurait se substituer à des conseils juridiques précis fournis, dans le cadre d'une relation avocat-client établie, en toute connaissance de la situation particulière du client. Le lecteur qui utilise le contenu présenté dans cette publication le fait à ses propres risques.



1. Aperçu

Les acteurs du secteur des fusions et acquisitions de sociétés fermées savent qu'il n'existe pas de stratégie universelle lors des ventes aux enchères : chaque société cible, chaque vendeur, chaque soumissionnaire et chaque processus de vente sont uniques. Cela dit, les acheteurs et les vendeurs avertis réussiront toujours à appliquer les principes de base.

Pour les **acheteurs**, en plus des modalités concurrentielles, certaines *attitudes* aident à remporter les offres (les acheteurs avisés ont d'ailleurs été à même de le constater). Nous en présenterons les grandes lignes. Nous nous concentrerons sur l'approche d'un soumissionnaire 1) quant à la lettre d'intention et 2) quant aux modifications apportées au modèle de convention d'achat d'actions fourni dans le cadre du processus d'enchères[1]. Nous adopterons le point de vue d'une société de capital-investissement (plutôt que celui d'un acteur stratégique). Nous verrons aussi l'importance d'envoyer les bons signaux lors d'une vente d'entreprise par ses fondateurs.

En bref :

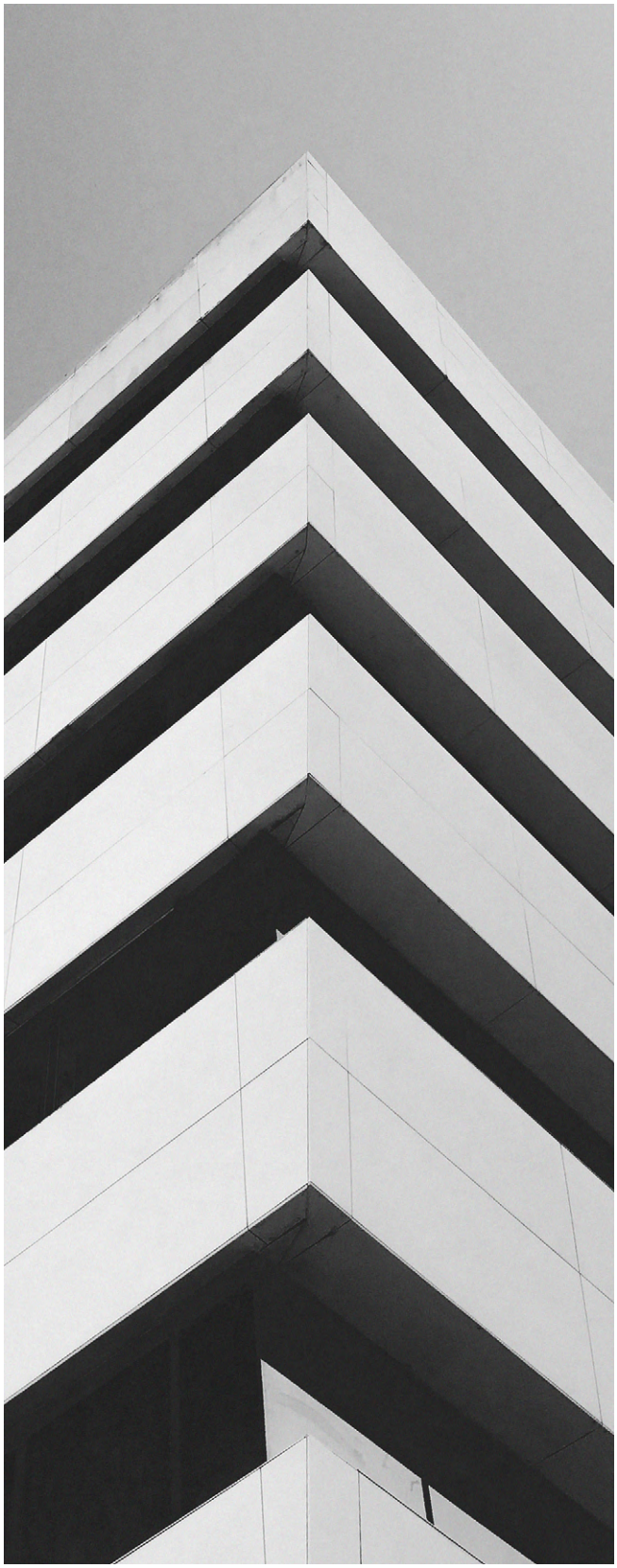
- Dans le cadre d'un processus d'enchères, le vendeur cherche à maximiser le prix d'achat tout en maximisant les chances que l'opération soit menée à bien. Votre crédibilité et votre capacité à finaliser rapidement l'opération sont des gages de la bonne exécution de celle-ci.
- La lettre d'intention est un moyen de renforcer la confiance du vendeur au-delà du prix que vous lui offrez. Tâchez de répondre aux questions plutôt que d'en susciter. Trouvez des façons de démontrer le travail que vous avez accompli. Tracez une trajectoire claire et directe vers la réalisation de l'opération.
- Les modifications apportées à la convention d'achat d'actions doivent être simples, prévisibles et propices à la réalisation de l'opération. Concentrez-vous sur les points importants. Visez la compatibilité avec l'assurance déclarations et garanties. Travaillez à partir du projet de convention du vendeur.
- Si l'entreprise est mise en vente par ses fondateurs, transmettez clairement l'idée que l'opération marque le début d'une nouvelle phase de croissance, de collaboration et de partenariat, et que la véritable sortie de l'entreprise – qui sera fondée sur une valorisation beaucoup plus élevée de celle-ci – se produira quelques années plus tard.

1. Pour faciliter la lecture, nous désignerons le modèle de convention d'achat utilisé dans le cadre de la vente aux enchères par le terme « convention d'achat d'actions », même si certaines enchères en contexte de fusions et acquisitions de sociétés fermées comprennent une convention d'achat d'actifs.

Pour les **vendeurs**, les ventes aux enchères servent à créer une dynamique concurrentielle afin d'obtenir une valeur plus élevée, de meilleures conditions et une plus grande certitude que l'opération aura bel et bien lieu. Le contrôle qu'exercent les vendeurs sur le calendrier et le déroulement du processus d'enchères leur permet de planifier et de mettre en œuvre une stratégie adaptée à la cible et au marché. Afin d'aider les vendeurs à mener à bien leur sortie (à sortir en lion), nous avons préparé une *orientation pour les vendeurs* décrivant les points clés de l'opération et les étapes de la préparation, à savoir :

- Confidentialité, lettre de processus et convention d'achat préliminaire;
- Évaluation des offres et octroi de l'exclusivité;
- Consensus des vendeurs, mécanismes de roulement et de réinvestissement et clauses restrictives;
- Ventes d'actifs et cessions de certaines activités, vérification diligente inversée et opérations en une ou deux étapes;
- Déclarations et garanties des vendeurs, sortie sans obligation post-clôture (plutôt qu'avec des indemnités) et assurance déclarations et garanties.

Tant pour la stratégie d'acquisition que pour la stratégie de vente, notre analyse se veut générale et non exhaustive. Si vous souhaitez en discuter plus en profondeur, communiquez avec les associés mentionnés à la page 17 ou avec tout autre associé du groupe Fusions et acquisitions de Fasken.





2. Stratégie pour les acheteurs : prix d'achat, certitude de l'opération et attitudes

Dans le cadre d'un processus d'enchères, le vendeur cherche à maximiser le prix d'achat tout en maximisant les chances que l'opération soit menée à bien. La crédibilité du soumissionnaire et sa capacité à finaliser rapidement l'opération sont autant de gages de la bonne exécution de celle-ci.

En ce qui concerne les modalités de l'opération, les attentes habituelles du vendeur sont bien connues. Pour l'acheteur, l'enjeu est d'évaluer l'attractivité de la cible et le niveau de concurrence auquel il peut s'attendre dans le processus d'enchères. Les soumissionnaires avertis connaissent les modalités qui plaisent aux vendeurs :

- Minimiser les conditions de clôture et tout risque réglementaire.
- Démontrer de la détermination au moyen d'un financement ferme et de l'approbation du comité d'investissement ou du conseil d'administration, plutôt que de se contenter d'indiquer que le financement est disponible et que l'offre reste assujettie à l'obtention d'une ou de plusieurs approbations.
- Minimiser les risques postérieurs à la clôture, en proposant une sortie sans obligation post-clôture en s'engageant à souscrire une assurance déclarations et garanties auprès d'un assureur précis et en évitant les indemnités particulières, ou en limitant leur durée et leur plafond.

La lettre d'intention : renforcer la confiance du vendeur au-delà du prix proposé

Convaincre le vendeur que l'offre représente le meilleur équilibre entre un prix attrayant et une forte certitude de réalisation de l'opération repose essentiellement sur la capacité à lui envoyer, à plusieurs niveaux, des signaux clairs. Cela commence par une lecture attentive de la lettre de processus d'enchères du vendeur et une réponse claire et directe à celle-ci[2]. À cet égard, nous recommandons de garder à l'esprit trois objectifs complémentaires, plus subtils :

- **Tâchez de répondre aux questions plutôt que d'en susciter.** La lettre d'intention constitue une occasion privilégiée de mettre en valeur votre savoir-faire, votre capacité à mener à bien l'opération et votre compréhension des priorités du vendeur. Elle vous permet de démontrer votre détermination et votre capacité d'exécution. À l'inverse, l'utilisation de réserves, les formulations ambiguës ou les omissions dans votre approche peuvent rapidement faire échouer votre offre. Quelques exemples concrets? Soyez clairs quant aux principales hypothèses qui sous-tendent votre évaluation; limitez-vous aux éléments véritablement pertinents. Soyez précis et faites preuve de pragmatisme commercial lorsque vous abordez le rajustement du prix d'achat proposé. Présentez clairement les propositions de structuration ainsi que les raisons qui les motivent. Accordez toute l'attention requise aux questions complexes et démontrez votre maîtrise des aspects techniques de l'opération. Évitez de subordonner votre offre à des réserves générales en termes de vérification diligente ou d'utiliser des formulations du type « sous réserve de ». Cernez toutes les questions importantes que le vendeur s'attendrait raisonnablement à vous voir soulever et répondez-y sans détour. Si vous passez sous silence un élément important, le vendeur se demandera inévitablement quels autres éléments vous avez pu négliger.
- **Trouvez des façons de démontrer le travail que vous avez accompli.** Voyez la lettre d'intention un peu comme une épreuve de mathématiques : il ne suffit pas de donner la réponse; il faut aussi montrer comment vous y êtes parvenu. Vous pouvez le faire directement, mais aussi de manière implicite. Présentez les membres de votre équipe responsable de l'opération ainsi que vos conseillers financiers, juridiques et autres. Montrez que les différents volets du travail sont pris en charge et que vos équipes se sont déjà penchées sérieusement sur le dossier[3]. Idéalement, indiquez que vous êtes prêts, notamment, à commencer les visites des installations et la vérification diligente de confirmation. Ne soumettez pas une liste de vérification diligente légale qui ne tient pas compte des informations déjà communiquées dans la salle de données virtuelle mise à disposition dans le cadre du processus d'enchères. Posez des questions précises, plutôt que générales, sur les enjeux importants et les principaux risques. Montrez que vous avez pris les devants et que le travail est déjà bien engagé. Pour convaincre le vendeur de vous accorder l'exclusivité, il n'est pas nécessaire d'avoir terminé toute la vérification diligente. Il s'agit plutôt de démontrer que vous avez examiné attentivement les principaux enjeux soulevés par la vérification diligente et que vous êtes prêt à joindre les actes à la parole. Mobilisez suffisamment de ressources financières en amont pour être en mesure de faire ce travail. Vous pouvez mettre de l'avant votre expérience en matière d'opérations réalisées, votre solide bilan et votre réputation. Mais ne vous reposez pas sur vos acquis.
- **Tracez une trajectoire claire et directe vers la réalisation de l'opération.** Tirez parti des ressources déjà mobilisées en amont du processus pour cerner les points rédhibitoires. Portez une attention particulière, notamment aux démarches liées à la réglementation, à la concurrence ou à la sécurité nationale qui pourraient considérablement prolonger le délai de réalisation de l'opération. C'est d'ailleurs un aspect sur lequel une société de capital-investissement peut souvent se démarquer de façon importante d'un acteur

2. Comme l'indique notre orientation à l'intention des vendeurs, cette lettre précise les attentes particulières du vendeur quant au contenu des offres, notamment : 1) le prix et la contrepartie; 2) la méthodologie d'évaluation et les hypothèses; 3) les modalités de financement et les garants (capitaux propres et emprunt); 4) le calendrier et la portée de la vérification diligente prévue; 5) les éventuelles conditions imposées aux soumissionnaires; 6) les approbations requises ou potentielles de tiers ou d'organismes de réglementation; et 7) les plans stratégiques des soumissionnaires après la clôture, par exemple concernant le personnel clé ou le déménagement des activités.
3. Remarque : Les vendeurs sauront combien de temps chaque soumissionnaire a passé dans la salle de données virtuelle, ce qui leur donnera une indication du caractère sérieux de l'offre et de l'ampleur du travail déjà accompli.

stratégique. Structurez vos conditions de clôture et les autres modalités pertinentes de l'opération en conséquence. Réservez votre marge de négociation aux points rédhibitoires pour vous et résistez à la tentation de marchander chaque détail. Présentez votre meilleure offre financière et évitez, dans la mesure du possible, de demander des clauses d'indexation sur les bénéfices futurs. Tirez parti du travail déjà accompli en amont pour réduire la période d'exclusivité dont vous bénéficiez dans toute la mesure raisonnable. Anticipez les points susceptibles de soulever des préoccupations au vu des documents de vérification diligente et expliquez comment vous comptez les traiter. Démontrez votre souplesse et votre ouverture à trouver et à mettre en œuvre des solutions judicieuses. Il est certes important de trouver le juste équilibre entre la compétitivité et la souplesse permettant de préserver les options essentielles quant à la façon dont l'opération sera finalement structurée pendant la période d'exclusivité. Il faut toutefois éviter de surcharger l'offre de considérations juridiques ou de donner l'impression que votre analyse du dossier n'est pas suffisamment avancée, que vous pourriez avoir besoin de plus de temps ou que vous chercherez à renégocier des modalités de l'opération ultérieurement.

Il est essentiel, bien entendu, de respecter les modalités prévues dans la lettre de processus lors de la rédaction de votre lettre d'intention. Cela dit, ces directives ne doivent pas être suivies à la lettre dans toutes les circonstances. Appliquées avec discernement en fonction des circonstances, certaines modifications ciblées et réfléchies peuvent renforcer une offre plutôt que lui nuire.

Les modifications de la convention d'achat d'actions : privilégier une approche simple, prévisible et propice à la réalisation de l'opération

Les modifications que vous apportez au modèle de convention d'achat d'actions fourni dans le cadre du processus d'enchères devraient être très ciblées. Utilisez votre stylo comme un scalpel, et non comme une scie. L'objectif est d'être précis, d'éviter de multiplier les modifications et de faire preuve d'une volonté de collaboration plutôt que de confrontation :

- **Vaut-il mieux dresser la liste des points à négocier ou modifier directement la convention d'achat?** La lettre de processus exigera souvent la remise d'une version de la convention d'achat d'actions comportant l'ensemble des modifications proposées. La meilleure approche dépendra toutefois du projet de convention préparé par le vendeur. Si ce modèle est excessivement favorable au vendeur, une liste ciblée de vos cinq ou six principaux points à négocier pourrait être mieux accueillie qu'une réécriture substantielle de la convention d'achat d'actions.
- **Concentrez-vous sur les points importants.** Évitez les modifications qui n'ont aucune incidence sur le prix ou sur les risques importants liés à l'opération. Sur le plan commercial, vos modifications devraient porter uniquement sur les éléments suivants :

    1) les mécanismes de détermination du prix d'achat;
    2) les rajustements liés au fonds de roulement;
    3) les seuils et les plafonds d'indemnisation et les seuils de réclamation;
    4) les entiercements ou les retenues; et
    5) les indemnités de rupture, les autres modalités financières et les définitions qui s'y rapportent.

    Sur le plan juridique, vos modifications devraient porter uniquement sur les éléments suivants :

1) les conditions de clôture;
2) les engagements préalables clés;
3) les conditions de mise à jour;
4) la structure de l'indemnisation; et
5) l'assurabilité.

- **Visez la compatibilité avec l'assurance déclarations et garanties.** Dans les opérations assorties d'une assurance déclarations et garanties, les modifications apportées aux déclarations et garanties du vendeur devraient viser avant tout leur assurabilité, et non l'élargissement de leur portée. Les déclarations et garanties sur mesure devraient se limiter aux éléments essentiels à la valeur de l'opération. La version modifiée de la convention d'achat d'actions ne devrait pas servir de substitut à la vérification diligente (autrement dit, il ne faut pas utiliser la rédaction de la convention comme outil de vérification diligente). Évitez de modifier les déclarations et garanties du vendeur de telle sorte que vous exigez la production d'une quantité importante d'informations dans les annexes de divulgation lorsque ces informations ne sont pas importantes pour l'opération.
- **Travaillez à partir du projet de convention du vendeur.** Reprenez le vocabulaire et le style employés par le vendeur dans vos modifications. Évitez les sources de frustration. Par exemple, laissez votre dictionnaire des synonymes de côté. Ne vous contentez pas de copier-coller des formulations tirées de conventions conclues dans le cadre d'opérations antérieures.
- Utilisez les commentaires avec parcimonie et, de façon générale, uniquement pour :

  1) soulever les questions commerciales ayant une incidence sur le prix d'achat ou le degré de certitude que l'opération aboutira;
  2) soulever les enjeux juridiques importants ou expliquer les motifs des modifications juridiques substantielles; et/ou
  3) signaler les écarts directement liés à l'assurabilité dans le cadre de l'assurance déclarations et garanties ou à des lacunes dans la vérification diligente. Les modifications purement stylistiques ou rédactionnelles seront rapidement perçues par le vendeur comme des signaux d'alarme.

Somme toute, les acteurs du secteur des fusions et acquisitions aguerris et les rédacteurs habiles savent où se situent les véritables enjeux dans les conventions de fusions et acquisitions; ce qui importe réellement par rapport à ce qui n'est que de la poudre aux yeux. Les acheteurs qui réussissent régulièrement leurs opérations savent tirer parti de cette expérience pour limiter leurs modifications à l'essentiel tout en ciblant leurs objectifs clés. Ils montrent ainsi au vendeur qu'ils sont là pour réaliser l'opération, sans se laisser distraire par des points qui n'ont pas d'incidence directe sur la valeur ou les risques.

Vente par les fondateurs : envoyer les bons signaux

La société de capital-investissement doit accorder une attention particulière aux signaux qu'elle envoie lorsque l'entreprise est mise en vente par ses fondateurs. L'objectif fondamental est de faire comprendre aux fondateurs que l'opération constitue le point de départ d'une nouvelle relation de collaboration et d'une nouvelle phase de croissance pour l'entreprise. Autrement dit, la vente doit être présentée comme le début d'un partenariat qui permettra de réaliser, quelques années plus tard, une sortie de l'entreprise fondée sur une valorisation beaucoup plus élevée de celle-ci. Pour cela, il convient notamment de s'appuyer sur un plan clair et structuré de croissance de l'entreprise. Vous pouvez également faire passer ce message en mettant en avant votre expérience, notamment en présentant des détails sur les rendements obtenus lors de roulements et réinvestissements antérieurs ou des références fournies par des PDG d'autres sociétés qui faisaient autrefois ou font toujours partie du portefeuille du fonds.



3. Orientation pour les vendeurs : la stratégie optimale dépend du contexte

Pour les vendeurs, la stratégie optimale varie d'une opération à l'autre. Par exemple :

- Différentes considérations seront prises en compte selon que la cible est une société détenue par ses fondateurs ou une entreprise du portefeuille d'une société de capital-investissement à un stade de développement plus avancé.
- Quelles sont les circonstances dans lesquelles s'effectue la vente? La cible peut être un actif de premier ordre suscitant un vif intérêt sur le marché. Il peut s'agir d'un actif en perte de vitesse, en fin de cycle de vie d'une société de capital-investissement, dans un contexte où les investisseurs subissent une pression pour vendre.
- À quels types de soumissionnaires peut-on s'attendre? Les acteurs stratégiques se concentreront généralement davantage sur les questions opérationnelles, tandis que les sociétés de capital-investissement s'intéresseront surtout aux facteurs d'évaluation et à la stratégie de croissance. Les acheteurs ne présentent pas tous le même profil de risque réglementaire.

Une question stratégique fondamentale, généralement établie en étroite collaboration avec le courtier en fusions et acquisitions, concerne l'approche de « mise en marché » : faut-il cibler une liste d'acheteurs au profil optimal ou élargir la recherche à différents profils d'acheteurs (acteurs stratégiques, promoteurs financiers et plateformes soutenues par des promoteurs)?

Une portée plus restreinte permet de préserver la confidentialité, de limiter les perturbations et de donner la possibilité aux dirigeants de concentrer leurs efforts sur les soumissionnaires les plus susceptibles d'offrir un prix attractif et la certitude de l'opération; elle peut également contribuer à éviter la « fatigue liée au processus » et l'envoi de signaux involontaires au marché si l'actif n'est finalement pas vendu. Par contre, une portée plus large peut intensifier la dynamique concurrentielle et faire émerger des acheteurs moins évidents (notamment des sociétés soutenues par des promoteurs et ayant des motivations stratégiques), mais elle nécessitera une gestion plus réfléchie du processus, une communication rigoureuse et une sélection minutieuse afin de s'assurer que le volume d'offres ne l'emporte ni sur leur qualité ni sur le risque lié à l'exécution.

Les accords de non-divulgation, la lettre de processus et la convention d'achat préliminaire

Les éléments clés d'une vente aux enchères dans le cadre de fusions et acquisitions sont les suivants :

1) l'accord de non-divulgation et de confidentialité conclu avec les soumissionnaires potentiels;
2) la lettre de processus; et
3) la convention d'achat préliminaire.

Bien qu'il s'agisse de documents très différents, ils partagent le même objectif stratégique : aider les vendeurs à obtenir, de la manière la plus efficace et la plus fiable possible, la ou les offres les plus prometteuses.

Accords de confidentialité

La confidentialité est un élément clé dont les vendeurs doivent tenir compte lors d'une vente aux enchères. Un accord de non-divulgation propre à une vente aux enchères impose généralement certaines contraintes qui vont au-delà d'un accord de non-divulgation standard, comme des clauses de non-sollicitation et l'interdiction aux soumissionnaires de contacter d'autres soumissionnaires potentiels, afin de prévenir toute coopération inappropriée entre eux. Les vendeurs doivent également déterminer la meilleure façon d'échelonner la divulgation d'information aux soumissionnaires, notamment en raison du risque qu'un concurrent tente d'utiliser les enchères comme prétexte pour obtenir de l'information. Il faut donc maintenir l'équilibre entre la protection des renseignements sensibles sur le plan commercial d'une part, et le risque de tirer les offres indicatives vers le bas en divulguant trop peu de renseignements d'autre part.



Lettre de processus

La lettre de processus est à la base de la structure des enchères. Elle définit un cadre clair pour les soumissionnaires potentiels, notamment en ce qui concerne le calendrier et la nature des offres (p. ex. une ou deux rondes). Elle précise également les attentes particulières des vendeurs quant au contenu des offres, notamment :

1) le prix et la contrepartie;
2) la méthodologie d'évaluation et les hypothèses;
3) les modalités de financement et les garants (capitaux propres et emprunt);
4) le calendrier et la portée de la vérification diligente prévue;
5) les éventuelles conditions imposées aux soumissionnaires;
6) les approbations requises ou potentielles de tiers ou d'organismes de réglementation; et
7) les plans stratégiques des soumissionnaires après la clôture, par exemple concernant le personnel clé ou le déménagement des activités.

Pour que les conditions de l'opération soient acceptables, elles doivent être définies de manière aussi restrictive que raisonnablement possible et les « conditions incontournables » des vendeurs doivent être clairement indiquées, par exemple la souscription par l'acheteur d'une assurance déclarations et garanties.

Convention d'achat préliminaire

L'un des principaux avantages d'un processus d'enchères pour les vendeurs tient au fait que, contrairement à la plupart des négociations bilatérales, ils conservent le contrôle de la version initiale de la convention d'achat. Il en découle deux avantages importants. Premièrement, les vendeurs contrôlent le libellé qui structure l'opération et la répartition des risques entre les parties. Deuxièmement, ils disposent d'un moyen supplémentaire pour mettre en évidence les points les plus importants pour la réussite de la vente. Ils peuvent procéder directement, par exemple, en précisant le traitement qu'ils souhaitent voir appliquer à une question réglementaire particulière. Par ailleurs, les vendeurs peuvent signaler un point que le soumissionnaire devra aborder, par exemple, en ajoutant une note de bas de page concernant le traitement des options et la rémunération à base d'actions. Les points soulevés dans la convention d'achat préliminaire peuvent également faire indirectement référence aux différents types de soumissionnaires auxquels les vendeurs s'attendent lors des enchères. Par exemple, une note de bas de page évoquant d'éventuelles questions réglementaires peut indiquer un intérêt pour les acteurs stratégiques, tandis qu'une note de bas de page mentionnant des lettres d'engagement de financement par emprunt ou par capitaux propres peut indiquer un intérêt pour les sociétés de capital-investissement).



Évaluation des offres et octroi de l'exclusivité

Les offres reçues doivent être évaluées de manière globale. Le prix d'achat sera bien sûr un critère primordial. Cependant, il convient également d'accorder une importance particulière à la clarté du processus menant à la clôture de l'opération, à savoir la certitude du financement et la capacité d'exécution. Même un prix d'achat nettement plus élevé ne doit pas nécessairement l'emporter sur un risque de clôture évident. En particulier, le risque de clôture lié à la probabilité d'obtenir les approbations réglementaires (antitrust et investissements étrangers) doit être soigneusement pris en compte à ce stade. Pareillement, même si la lettre de processus exigeait l'annotation de la convention d'achat préliminaire, les vendeurs ne doivent pas nécessairement écarter un soumissionnaire qui se contente de présenter une liste détaillée des points à régler. La question cruciale consiste à savoir si le soumissionnaire a fait preuve de conviction et démontré qu'il avait les capacités nécessaires, par exemple en retenant sérieusement les services d'experts-conseils, en examinant de près les points les plus complexes de l'opération et en accordant une attention particulière aux principales préoccupations des vendeurs.

Un autre point tactique essentiel concerne l'octroi de l'exclusivité à un soumissionnaire. Le moment où il sera stratégiquement opportun de le faire dépendra en partie de la forme que prendra le processus, à savoir une ou plusieurs rondes. Le choix du soumissionnaire à qui accorder l'exclusivité figure parmi les décisions les plus importantes que doivent prendre les vendeurs, ce qui souligne l'importance d'évaluer les offres reçues de manière globale. Les vendeurs doivent également déterminer la durée optimale de l'exclusivité. Souvent, plus l'intérêt manifesté par les soumissionnaires est grand et plus ils sont avancés dans le processus (p. ex. sur le plan de la vérification diligente, du financement, de l'évaluation et des approbations internes), plus la période d'exclusivité est courte.

Bien qu'il ne soit pas obligatoire d'accorder l'exclusivité à un soumissionnaire, les vendeurs choisissent couramment de le faire. L'exclusivité constitue souvent une condition préalable à l'engagement de dépenses supplémentaires et de ressources de la part du soumissionnaire.

Alignement avec les objectifs

S'il y a plus d'une partie « vendeur », il est essentiel qu'il y ait un consensus au sein du groupe de vendeurs[4]. Mais ce n'est pas toujours le cas. Les désaccords peuvent porter sur le prix plancher acceptable, sur la décision de suivre un processus à deux voies ou même sur la décision de procéder à la vente. Normalement, la vente d'une entreprise en démarrage détenue par un seul fondateur ne devrait poser aucun problème. En revanche, le projet de vente d'une société cible à un stade de développement plus avancé, dont l'actionnariat est hétérogène (p. ex. des investisseurs providentiels, institutionnels, en capital de risque et/ou en capital-investissement), peut mettre en évidence des points de friction potentiellement inattendus.

Les modalités de la convention entre actionnaires de la société cible devraient, bien entendu, être déterminantes. Cependant, ces conventions peuvent être mal rédigées ou comporter des droits de veto problématiques, auquel cas ces complications doivent être résolues avant la mise en marché[5]. Les soumissionnaires potentiels seront rebutés par une discorde apparente chez les vendeurs et par le risque d'une opération houleuse.

4. Il est utile et important, lors de la vente d'une société cible ayant une large base d'actionnaires, de déterminer s'il est prudent de faire appel à un représentant des vendeurs. Il s'agit d'un seul cabinet désigné pour agir au nom de tous les actionnaires vendeurs afin de gérer divers problèmes post-clôture, allant des questions administratives aux litiges potentiels.

5. Dans certains cas, il conviendrait de déterminer s'il existe un groupe suffisamment important d'actionnaires partageant les mêmes points de vue pour adopter les résolutions nécessaires à la mise en œuvre d'un processus imposé par le tribunal.

Roulements et réinvestissements

Dans le cadre de l'opération, le roulement et le « réinvestissement » d'une partie de la valeur des actions des vendeurs, en particulier de celles détenues par les membres de la direction de la société cible, peuvent revêtir une importance capitale pour les vendeurs, pour l'acquéreur ou pour les deux parties[6]. Lorsque cet aspect revêt une importance capitale pour un ou plusieurs vendeurs, il convient de le signaler dans la lettre de processus, en précisant les attentes des vendeurs concernés en matière de gouvernance post-clôture. Cela dit, les vendeurs membres de la direction doivent comprendre que le fait d'exiger des droits de gouvernance importants ou le refus de membres clés de la direction de procéder à un roulement ou à un réinvestissement (ou d'apporter un investissement initial dans le cadre de l'opération) pourraient amener certains soumissionnaires à renoncer à l'opération. En revanche, faire preuve de souplesse à l'égard d'un soumissionnaire pour des questions de gouvernance qui lui sont importantes pourrait déboucher sur des conditions d'opération généralement plus favorables aux vendeurs. Lorsque ce mécanisme est important pour des vendeurs clés, il peut jouer en défaveur des offres émanant d'acteurs stratégiques et favoriser une vente à une société de capital-investissement ou à une société soutenue par du capital-investissement.

Si des roulements potentiels sont prévisibles, la vérification diligente des vendeurs à l'égard de l'acheteur devra être intégrée au processus de vente. Il faut à tout le moins y inclure des éléments fondamentaux, comme la revue de la structure de capital et du tableau de la structure du capital du soumissionnaire et l'insertion des déclarations et garanties appropriées du côté de l'acheteur dans la convention d'achat et/ou d'autres documents de l'opération. L'évaluation par les vendeurs des offres reçues deviendra également plus complexe compte tenu de leur future prise de participation au capital. Les vendeurs devront notamment prendre en compte : 1) ce que l'acheteur apporte en matière de synergies opérationnelles, d'occasions de ventes croisées, d'accès au capital, etc.; et 2) tout problème prévisible de nature pratique lié à l'intégration post-clôture de la société cible dans l'ensemble des activités du soumissionnaire, d'autant plus que l'intégration opérationnelle est souvent le critère décisif permettant de déterminer si une opération sera en fin de compte couronnée de succès. De plus, lorsque des roulements sont probables, il convient de solliciter des conseils fiscaux dès que possible, en particulier lorsque l'opération implique un acheteur étranger (qui ne réside pas au Canada).

Clauses restrictives

Qu'il y ait ou non des roulements, les soumissionnaires pourraient s'attendre à ce que les vendeurs ayant joué un rôle déterminant dans le succès de la société cible acceptent de respecter des clauses restrictives, c'est-à-dire des engagements de non-concurrence et de non-sollicitation. Une telle exigence pourrait également être intégrée dans la convention entre actionnaires de la société cible.

Lorsque les clauses restrictives constituent une exigence probable des soumissionnaires, les vendeurs sont confrontés à un choix tactique : proposer des clauses restrictives dans la convention d'achat préliminaire ou laisser aux soumissionnaires le soin d'en faire mention. Le pragmatisme doit prévaloir, en fonction, une fois de plus, du contexte et du profil des vendeurs. Des vendeurs différents au sein d'une même société peuvent également nécessiter une approche différente : par exemple, des clauses restrictives strictes pour les actionnaires salariés occupant des postes de haute direction et aucune clause restrictive (ou très peu) pour les investisseurs institutionnels et les promoteurs de capital-investissement. Comme pour l'ensemble de la convention d'achat préliminaire, le libellé des clauses restrictives choisi par les vendeurs devient la référence par défaut. La dynamique concurrentielle du processus d'enchères réduit la probabilité que les soumissionnaires cherchent à y apporter des changements importants.

6. De façon générale, on parle de « roulement » (*rollover*) lorsqu'un vendeur (souvent la direction de la société cible ou un porteur d'actions qui conserve une participation) réinvestit une partie du produit de sa vente dans la structure de capital de l'acheteur après la clôture, par exemple en souscrivant à des actions ou à d'autres instruments liés à des actions du véhicule d'acquisition, plutôt que d'encaisser la totalité des fonds. Dans de nombreuses structures, le roulement est mis en œuvre de manière à ce que la disposition et le réinvestissement du vendeur puissent se faire à imposition différée (ou à imposition partiellement différée), sous réserve des règles applicables et de la capacité des parties à satisfaire aux exigences techniques.

Ventes d'actifs et cessions de certaines activités

Les ventes d'actifs et les cessions de certaines activités (*carve-outs*) sont intrinsèquement plus complexes que les cessions d'actions. Ainsi, lorsqu'une vente d'actifs ou une vente d'une partie des activités est envisagée ou raisonnablement possible, le processus de vente doit être adapté en conséquence. Une participation accrue du personnel opérationnel sera probablement nécessaire. Les soumissionnaires pourraient demander des services transitoires. Il convient de mettre en place dès le début des processus adaptés. Une vérification diligente nettement plus détaillée par le vendeur, incluant les données financières relatives à la cession, peut s'avérer nécessaire avant la mise en marché. Les soumissionnaires peuvent se démarquer en employant une stratégie de transfert d'actifs réfléchie, notamment en ce qui a trait à la réduction du risque de clôture.

Vérification diligente des vendeurs

Il peut s'avérer judicieux pour les vendeurs de réaliser différents niveaux de vérification diligente de leur propre entreprise avant d'entamer un processus d'enchères. Cette démarche doit être menée parallèlement à la préparation de la convention d'achat préliminaire, de ses déclarations et garanties et de ses annexes d'information, avant le début du processus.

L'objectif est d'adopter une approche proactive plutôt que réactive pour remédier aux lacunes susceptibles de perturber le bon déroulement du processus de vente et d'éviter ainsi les mauvaises surprises et/ou les retards. Par exemple, la vente d'une entreprise manufacturière peut nécessiter une nouvelle évaluation environnementale du site (phase 1 ou phase 2), qu'il serait préférable de réaliser avant le lancement du processus. La vente d'une entreprise technologique peut nécessiter la résolution des questions de cession de propriété intellectuelle par des salariés ou des entrepreneurs clés. Outre le fait d'étayer la convention d'achat pour les enchères, la vérification diligente des vendeurs peut aider à organiser et à alimenter la salle de données virtuelle. Une salle de données bien préparée contribue grandement à l'impression de la cible qu'aura le soumissionnaire. Elle peut également réduire considérablement les frais d'opération et accélérer le processus de vente (lorsqu'il est prévu que la direction de la société cible sera déjà soumise à des demandes exceptionnelles).



Opérations en une ou deux étapes

Une vente en une seule étape, dans laquelle l'opération est signée et close simultanément, simplifiera considérablement les négociations et réduira les coûts, notamment parce qu'elle évite la gestion des risques de clôture et les risques opérationnels pendant une période intermédiaire. La faisabilité d'une telle opération dépend généralement de la nécessité ou non d'obtenir des approbations de tiers, par exemple en vertu du droit de la concurrence (antitrust) en raison de la taille des parties ou de la valeur de l'opération, ou en vertu du droit de la sécurité nationale s'il s'agit d'un investisseur étranger. Dans certains cas, la clôture peut aussi dépendre du consentement de clients ou de fournisseurs clés, consentement que les parties hésitent à solliciter tant qu'un accord signé n'est pas en place.

Lorsque les vendeurs prévoient une vente en une seule étape, ils doivent le préciser dans la lettre de processus. Même s'ils s'attendent à une forte résistance, il n'en demeure pas moins qu'un acheteur déterminé peut être prêt à assumer divers risques et à conclure l'opération malgré ces risques. Grâce à une répartition appropriée des risques, à une assurance transactionnelle ou à d'autres moyens, les vendeurs et leur conseiller juridique peuvent rassurer les soumissionnaires quant au fait que des problèmes mineurs ou modérés ne devraient pas gêner une vente en une seule étape. Les soumissionnaires convaincus peuvent aussi proposer des solutions innovantes. Lorsqu'une vente en deux étapes est probable, les vendeurs bien préparés prendront les devants, en procédant, par exemple, à des évaluations préliminaires des approbations clés en fonction du ou des territoires dans lesquels la société cible exerce ses activités. Ainsi, les discussions, les négociations et l'avancement des travaux avec les soumissionnaires seront plus faciles.

De nombreuses questions tactiques se posent concernant la convention d'achat pour les enchères dans le cadre d'une vente en deux étapes. Les engagements applicables pendant la période intermédiaire devront faire l'objet d'un examen minutieux, car, bien que ce soient les vendeurs qui tiennent les rênes, ces engagements sont en grande partie établis dans l'intérêt de l'acheteur. Une condition clé de la clôture sera la mise à jour par les vendeurs de leurs déclarations et garanties ainsi que la manière dont la notion d'importance sera traitée dans le cadre de cette mise à jour. La norme appliquée déterminera quel degré de changement dans les activités ou les actifs de la société cible peut obliger les vendeurs à en informer l'acheteur avant la clôture.

Dans une opération en deux étapes, les vendeurs doivent également se pencher sur la capacité financière des soumissionnaires à réaliser la clôture. Souvent, « l'acheteur » d'un soumissionnaire est un véhicule d'acquisition nouvellement formé, sans historique d'exploitation ni actifs. Cette structure peut amener les vendeurs à s'appuyer de fait sur la solvabilité du promoteur ou de la société mère qui soutient cette entité. Par conséquent, les vendeurs doivent vérifier de manière rigoureuse les sources de fonds des soumissionnaires et exiger des protections adéquates pour l'opération, qui comprennent généralement une combinaison de lettres d'engagement de financement par capitaux propres ou par emprunt, d'une garantie de la société mère et/ou d'une indemnité de rupture, afin de s'assurer que les obligations de l'acheteur ne se limitent pas à une simple promesse sur papier.



Déclarations et garanties

La définition de la portée des déclarations et garanties des vendeurs dans la convention d'achat préliminaire soulève plusieurs considérations stratégiques étroitement liées. Il s'agit fondamentalement de savoir où se situer sur l'échiquier entre une approche favorable aux vendeurs et une position intermédiaire. Il convient notamment d'accorder une attention particulière à l'utilisation des critères d'« importance » et de « connaissance ». La portée des déclarations et garanties sera aussi déterminée selon que le vendeur exige ou non des soumissionnaires qu'ils souscrivent une assurance déclarations et garanties.

Une convention d'achat pour les enchères qui favorise les vendeurs entraîne généralement, bien que ce ne soit pas nécessairement le cas pour un actif très convoité, de nombreuses annotations de la part des soumissionnaires et une « perte de contrôle » de la rédaction de la convention. Lorsqu'une question est complexe, il est préférable de la traiter en utilisant le libellé soigneusement rédigé par les vendeurs eux-mêmes. Une approche plus équilibrée peut réduire les frictions, contribuer à limiter les coûts et accélérer la négociation et la clôture de l'opération. Avec une telle approche, les considérations sous-jacentes aux annexes d'information sont approfondies et les vendeurs sont mieux préparés à répondre rapidement aux questions de confirmation issues de la vérification diligente.



Une sortie sans obligation post-clôture par opposition aux indemnités; assurance déclarations et garanties

Les véritables sorties sans obligation post-clôture pour les vendeurs se sont généralisées dans le cadre des fusions et acquisitions de sociétés fermées au début des années 2020 et constituent désormais une position de départ courante dans les lettres de processus d'enchères et les conventions d'achat préliminaires : aucun maintien en vigueur des déclarations et garanties des vendeurs, aucune indemnisation ni aucun montant entiercé aux fins d'indemnisation, et le seul recours de l'acheteur après la clôture est l'assurance déclarations et garanties, à ses frais exclusifs. Toutefois, une discussion franche entre les vendeurs, le courtier en fusions et acquisitions et le conseiller juridique s'impose pour déterminer si ce résultat est probable dans le cadre de cette enchère particulière, compte tenu de l'intérêt que la société cible est susceptible de susciter sur le marché. Que la plupart des éléments d'une sortie sans obligation post-clôture soient obtenus ou non, des indemnités sur mesure peuvent s'avérer inévitables pour certaines questions, par exemple les risques connus.

Même si la responsabilité de souscription d'une assurance déclarations et garanties incombera à l'acheteur, les vendeurs peuvent parfois faciliter ce processus. Ils peuvent collaborer avec des courtiers en assurance déclarations et garanties pour préparer un dossier indicatif à cet égard avant le lancement de l'appel d'offres, notamment afin de cerner les exclusions auxquelles s'attendre et de se préparer à y remédier lors des négociations, y compris par le biais d'instruments d'assurance supplémentaires qui viendraient compléter l'assurance déclarations et garanties. Les courtiers en assurance déclarations et garanties cherchent de plus en plus à développer ce service, en particulier pour leurs clients réguliers du domaine du capital-investissement et dans le cadre de processus de vente structurés.

Personnes-ressources de Fasken

QUÉBEC



Kiran Singh
Associée
+1 514 397-4370
ksingh@fasken.com



Guillaume Synnott
Associé
+1 514 397-4325
gsynnott@fasken.com



Elissa Brock
Associée
+1 514 397-7504
ebrock@fasken.com



Adam Saskin
Associé
+1 514 397-4343
asaskin@fasken.com

ONTARIO



Grant E. McGlaughlin
Associé | Cochef,
Capitaux privés
+1 416 865-4382
gmcglaughlin@fasken.com



Gesta A. Abols
Associé | Cochef,
Pratique transfrontalière
et internationale
+1 416 943-8978
gabols@fasken.com



Claire Gowdy
Associée
+1 416 868-3541
cgowdy@fasken.com



Nicole Park
Associée
+1 416 943-8902
npark@fasken.com

ALBERTA



Melissa Cook
Associée
+1 403 261-8499
mcook@fasken.com



Brad Schneider
Associé
+1 403 261-5502
bschneider@fasken.com



Jason Giborski
Associé
+1 403 261-6154
jgiborski@fasken.com



Paul Blyschak
Avocat-conseil
+1 403 261-9465
pblyschak@fasken.com

COLOMBIE-BRITANNIQUE



Kareen A. Zimmer
Associée
+1 604 631-4775
kzimmer@fasken.com



Adrian Wan
Associé
+1 604 631-3222
awan@fasken.com



Grant Foster
Associé
+1 604 631-4916
grfoster@fasken.com

Notre vaste expérience et notre savoir-faire inégalé font de nous un chef de file dans le secteur. Nous agissons couramment comme conseillers dans le cadre des transactions les plus notables au Canada et d'opérations transfrontalières complexes.

Notre groupe Marchés des capitaux, fusions et acquisitions offre aux clients du soutien opérationnel intégré dans de nombreux secteurs d'activité et propose des conseils stratégiques sur tous les aspects liés aux F&A, notamment la négociation des acquisitions et des cessions, les coentreprises, les alliances stratégiques, l'activisme actionnarial et les opérations structurelles contestées. Avec une équipe comptant plus de 100 professionnels et professionnelles, nous pouvons donner suite rapidement et efficacement à toute transaction de F&A de sociétés ouvertes ou fermées, dans n'importe quel secteur et n'importe quel délai, quelle qu'en soit la taille, la portée ou la complexité.

Autres guides de Fasken dans les domaines des marchés des capitaux et des F&A





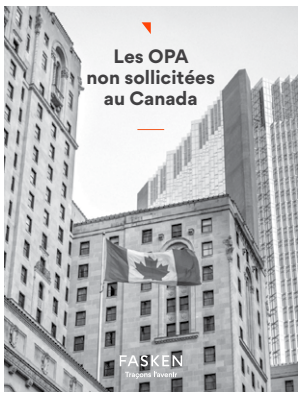












Pour connaître les autres réflexions de Fasken sur les fusions et acquisitions et la gouvernance d'entreprise, visitez notre
Centre du savoir – Marchés des capitaux et Fusions et acquisitions
et inscrivez-vous à notre liste de distribution.

FASKEN

Traçons l'avenir

Fasken Martineau DuMoulin S.E.N.C.R.L., s.r.l.
fasken.com/fr