

INTOSAI



Directives sur les meilleures pratiques pour le contrôle des privatisations

INTOSAI PROFESSIONAL STANDARDS COMMITTEE

PSC-SECRETARIAT:

RIGSREVISIONEN • LANDGREVEN 4 • P.O. Box 9009 • 1022 COPENHAGEN • DENMARK
TEL.:+45 3392 8400 • FAX:+45 3311 0415 • E-MAIL: RIGSREVISIONEN@RIGSREVISIONEN.DK

INTOSAI



INTOSAI General Secretariat - RECHNUNGSHOF
(Austrian Court of Audit)
DAMPFSCHIFFSTRASSE 2
A-1033 VIENNA
AUSTRIA

Tel.: ++43 (1) 711 71 • Fax: ++43 (1) 718 09 69

E-MAIL: intosai@rechnungshof.gv.at;
WORLD WIDE WEB: <http://www.intosai.org>

Table des matières

Introduction

Directives

Section 1: Compétences des ISC

- 1 Compétences que doivent avoir les ISC
- 2 Mode d'acquisition des compétences

Section 2: Considérations générales

- 3 Participation de l'ISC au processus de privatisation
- 4 Accès des soumissionnaires aux dossiers de vérification de l'ISC
- 5 Planification du contrôle de la privatisation
- 6 Restructuration de l'entreprise avant la vente
- 7 Objectifs de la vente
- 8 Echancier de la vente
- 9 Evaluation de l'entreprise avant la vente
- 10 Méthodes de vente
- 11 Intégrité du vendeur dans la conduite de la vente
- 12 Gestion résiduelle

Section 3: Ventes directes

- 13 Services consultatifs externes requis par le vendeur
- 14 Direction de l'entreprise
- 15 Marketing de l'entreprise
- 16 Informations à fournir aux soumissionnaires potentiels
- 17 Evaluation des offres
- 18 Présélection des soumissionnaires

19 Soumissionnaires préférentiels

20 Négociations finales

Section 4: Achat par la direction de l'entreprise

21 Garanties d'une concurrence équitable

22 Encouragements

23 Meilleur prix possible

Section 5: Privatisations massives

24 Formation des investisseurs publics

25 Intermédiaires

26 Procédure de vente

Section 6: Vente aux enchères

27 Équité de la concurrence

28 Procédure de vente

Section 7: Emissions d'actions

29 Rôle du vendeur

30 Gestion de l'émission d'actions par le vendeur

31 Souscription

32 Encouragements aux cadres et aux employés

33 Moyens pour attirer les potentiels investisseurs

34 Marché de détail

35 Cotation des actions

36 Attribution des actions

37 Stabilisation du marché

Section 8: Coûts de vente

38 Recrutement de conseillers externes

Introduction

1. La privatisation des sociétés publiques a été l'un des développements économiques les plus frappants depuis au moins cette dernière décennie. Pratiquée de différentes façons par la plupart des pays dans le monde entier, la privatisation a été considérée comme le signe typique de la revalorisation du rôle de l'Etat dans la société, lequel s'est retiré de la participation directe dans un grand nombre de domaines de l'activité économique pour adopter un rôle plus détaché, souvent associé à la régulation économique. Ce processus a gagné des domaines auparavant réservés aux activités essentielles de l'Etat, notamment une large gamme de services financés par l'Etat; aujourd'hui, les gouvernements se considèrent de plus en plus comme des acquéreurs ou des facilitateurs, plutôt que comme des fournisseurs directs de ces services.

2. Les membres de l'Organisation internationale des Institutions supérieures de contrôle des finances publiques (INTOSAI) ont vite compris que ces profondes modifications du rôle de l'Etat entraînaient d'importantes conséquences sur la mission des ISC qui, au milieu de ces changements souvent tumultueux, doivent être en mesure de comprendre ces complexes transactions et d'en faire une évaluation indépendante pour préserver l'intérêt public.

3. Tenant compte de l'intérêt considérable qu'éveillent ces questions et du travail accompli à cet égard dans plusieurs régions de l'INTOSAI, celle-ci a décidé en 1993 de créer un Groupe de travail chargé d'examiner le contrôle de la privatisation, sur la base des termes de référence ci-après:

- identifier et examiner les problèmes auxquels sont confrontées les ISC concernant le contrôle des privatisations;
- échanger des informations concernant les expériences des membres du Groupe de travail sur la solution de ces problèmes, en prenant en considération le travail effectué par certaines régions de l'INTOSAI;
- promouvoir la diffusion des informations portant sur ce thème aux membres de l'INTOSAI.

4. Avec ses 23 membres, le Groupe est actuellement le plus nombreux de tous les comités ou groupes de travail de l'INTOSAI, ce qui montre bien l'intérêt qu'éveille partout dans le monde cette question. Au mois de juin 1998, voici les membres de l'INTOSAI que faisaient partie du Groupe:

Albanie

Hongrie

Allemagne	Inde
Arabie Séoudite	Israël
Argentine	Lithuanie
Australie	Nouvelle Zélande
Autriche	Pérou
Bahamas	Pologne
Bélarus	Royaume Uni - Président
Egypte	Russie
El Salvador	Turquie
Equateur	Yémen
Estonie	

5. En 1994, le Groupe de travail a invité les 165 membres de l'INTOSAI à participer à une enquête relative à la privatisation et à l'audit de la privatisation dans leur pays; 117 ISC y ont répondu, soit l'enquête la plus fiable et la plus complète de ce genre jamais conduite auparavant. Les résultats de l'enquête ainsi que les documents élaborés par les membres du Groupe sur un certain nombre d'aspects importants de l'audit ont été présentés au Symposium sur le contrôle de la privatisation organisé par l'Office central comptable d'Egypte, qui s'est tenu au Caire en octobre 1995, immédiatement après le XVème INCOSAI.

6. Le Symposium a noté que l'une des tâches majeures dont le Groupe de travail devrait s'acquitter au cours des deux années suivant la tenue du XVème INCOSAI, devrait être la formulation de directives relatives à l'amélioration du contrôle des privatisations. Le Groupe de travail a maintenant accompli cette tâche, sur la base de l'expérience de ses membres et des nombreuses et précieuses expériences et leçons recueillies par d'autres membres de l'INTOSAI et par des réunions régionales.

7. Le Groupe de travail a identifié huit domaines intéressant particulièrement les membres de l'INTOSAI concernant le transfert d'entreprises et de leurs immobilisations de la propriété publique à la propriété privée par le gouvernement central ou local et qui de son point de vue méritent la formulation de 40 directives de contrôle. Ces directives sont présentées ci-dessus dans huit sections qui correspondent aux huit domaines susindiqués, à savoir:

Section 1: Les compétences requises par les ISC pour la conduite du contrôle des privatisations

Section 2: Dix directives de caractère général couvrant d'importantes questions susceptibles de se poser, quelle que soit la méthode de privatisation employée, notamment à quel moment les ISC devraient intervenir dans les processus de privatisation, comprendre les objectifs de privatisation du vendeur et autres questions relatives à l'évaluation de l'entreprise

Sections 3 à 7: Ces cinq sections consistent en 25 directives relatives à des questions particulières auxquelles les ISC seront probablement confrontées, selon la méthode de vente utilisée par le vendeur, rassemblées autour de cinq grandes méthodes différentes, à savoir:

- Ventes directes
- Achat de l'entreprise par ses cadres et employés
- Privatisations massives
- Ventes aux enchères
- Emissions d'actions

Section 8: La section finale consiste en trois directives portant sur le contrôle des coûts engagés par le vendeur

8. Aucune des questions abordées par les directives n'est directe; elles demandent toutes que les ISC soient bien informées et veillent à la pondération lorsqu'elles jugeront à quel point le vendeur a bien géré la vente, face aux incertitudes et aux objectifs concurrentiels généralement présents dans ces processus. Ainsi, chaque directive a été élaborée selon un format qui essaie de faire ressortir le raisonnement et l'expérience qui en constituent le fondement. En conséquence, chaque directive comprend quatre parties:

- le thème (c'est-à-dire, la question que doit envisager l'ISC);
- l'importance de la question (c'est-à-dire, les risques encourus par le vendeur -et l'ISC- si cette question n'est pas examinée);
- la directive elle-même;
- la justification de la directive (note explicative avec, le cas échéant, développement des points précédents).

9. Bien que ces questions soient complexes, le Groupe de travail estime qu'elles peuvent être résumées en trois questions de base que les ISC devraient se poser lorsqu'il faudra décider d'examiner ou non et de dresser un rapport sur une privatisation particulière:

- la privatisation a-t-elle été réalisée conformément à la loi?
- l'entreprise et ses actifs ont-ils été correctement évalués par le vendeur?
- y a-t-il eu une ou plusieurs offres?

10. Si la réponse à l'une quelconque de ces questions est "non", il est possible que l'ISC doive faire un rapport sur la vente. Si la réponse à deux de ces questions est "non", il est fort probable que l'ISC devra élaborer un rapport sur la vente. Si la réponse aux trois questions est "non", il est presque certain que l'ISC devra rédiger un rapport sur la vente.

11. Le Groupe de travail a invité tous les membres de l'INTOSAI à soumettre des commentaires sur le projet de directives. Quelque 40 membres y ont répondu en se félicitant tous des directives et plusieurs ont fait des suggestions concernant certains

aspects. Le Groupe de travail est très reconnaissant de ces suggestions et en tiendra compte en achevant les directives.

12. En recommandant ces directives à l'INTOSAI, le Groupe de travail est conscient que les ISC exercent leurs fonctions dans un milieu qui change rapidement, tant au niveau national, sur un éventail de pays préalablement d'économie dirigée et jusqu'aux pays d'économie mixte, qu'au niveau régional. Dès lors, certaines directives, quel que soit le niveau de détail proposé, sont soumises à des développements ultérieurs et à des précisions à la lumière de l'expérience. Ceci détermine la nature des directives. Il ne s'agit ni de lois ni de procédures rigides que toutes les ISC seraient tenues d'appliquer intégralement pour l'étude de chaque vente. Elles constituent plutôt un guide de référence, un élément du processus qui contribue à encourager et à formuler une approche professionnelle dans un domaine complexe du contrôle. Nous croyons qu'elles constituent la base d'une formation précieuse pour nos effectifs.

13. Ces normes sont en particulier axées sur les transferts par vente au secteur privé qui tout en étant importants ne sont qu'un aspect de la privatisation qui continue à être réalisée sous une variété de formes y inclus la délégation de services, l'externalisation des approvisionnements et l'appel à la concurrence entre fournisseurs publics et privés. A cela s'ajoute que des services publics majeurs sont de plus en plus financés par une combinaison de financements publics et privés, ce qui implique souvent de longues relations contractuelles. Beaucoup des questions relatives au contrôle soulevées dans les présentes directives s'appliquent à ces arrangements qui cependant soulèvent aussi certaines nouvelles questions. Dans leurs commentaires portant sur le projet de directives de contrôle, les ISC se sont déclarées intéressées à développer et à partager les informations sur le contrôle dans ces domaines de la privatisation en état de développement et aussi sur la question connexe du rôle de l'Etat dans la régulation économique. Le Groupe de travail consacrera davantage d'études à ces questions importantes.

Section 1: Compétences des ISC

Directive 1

Compétences que doivent avoir les ISC

Thème

Quelles compétences l'ISC devrait-elle avoir pour contrôler les privatisations?

Importance de la question

Dans le monde entier, des entreprises d'Etat sont vendues au secteur privé afin de développer l'économie de marché et d'améliorer la productivité des entreprises. Dans bien des pays, ces ventes ont lieu alors même que l'économie connaît des changements aussi radicaux que rapides. Une variété de modes de vente sont pratiqués, souvent combinés, et les procédures fréquemment complexes soulèvent des difficultés légales, financières et comptables. Les parlements et le public s'adressent à l'ISC pour qu'elle garantisse que les ventes ont été conduites correctement et avec efficacité, et qu'elles ont obtenu notamment un bon prix pour l'entreprise et ses actifs. Ils veulent savoir quelles sont les leçons à tirer pour de futures ventes. Si l'ISC n'a pas les compétences spécialisées requises, elle ne

sera pas en mesure de donner des garanties en cas de besoin, ni d'identifier ce qui, le cas échéant, aurait été incorrect.

Directive

L'ISC devrait identifier quelles sont ses responsabilités concernant le contrôle des privatisations et décider comment s'en acquitter. Les compétences spécialisées requises pour réaliser le contrôle des privatisations sont probablement plus larges que celles traditionnellement appliquées à la vérification. L'ISC doit identifier ces compétences spécialisées.

Justification de la directive

Dans presque tous les pays, la responsabilité du contrôle des organismes publics chargés des privatisations incombe aux ISC. Dans la plupart de ces pays, les ISC ont soit plein accès soit un accès limité à la comptabilité des entreprises avant la vente. Dans bien des cas, l'ISC est responsable de la vérification financière des comptes lorsqu'il s'agit d'une société publique. Là où l'ISC est responsable, elle doit être consciente que la vérification des comptes avant la vente entraîne des risques plus importants pour le vérificateur que si aucun changement de propriétaire n'était prévu. En effet, les parties à la vente se fonderont sur les informations financières relatives à l'entreprise qui a fait l'objet du contrôle par l'ISC. La vérification sera plus exigeante si l'entreprise a subi une restructuration significative avant la vente et que ses pratiques comptables ont été modifiées afin de préparer l'entreprise au transfert vers le secteur privé. Pour toutes ces raisons, l'ISC doit disposer des compétences comptables suffisantes en matière commerciale ainsi que du niveau de connaissances nécessaires sur l'industrie et le marché correspondant à l'entreprise en question.

Si l'ISC est de plus chargée des contrôles de gestion de la procédure de vente elle-même, les compétences requises par l'ISC peuvent être classées en deux groupes. Il y a premièrement les compétences générales de contrôle de gestion nécessaires pour conduire une vérification efficace lors d'une opération complexe ou à haut risque. Ces compétences peuvent comprendre la connaissance de l'environnement politique et de l'appareil gouvernemental. Une caractéristique particulière des pays en voie de transformation économique est que les lois relatives à la propriété publique ou privée subiront probablement des modifications et développements alors même que la privatisation est en cours, ce qui amène un certain nombre d'incertitudes, par exemple, concernant la propriété de l'entreprise et les obligations résiduelles de l'Etat au cours de toute la procédure de vente. Dès lors, l'ISC doit disposer d'une bonne assistance tant légale que commerciale. Le contrôle des privatisations exige la mise en oeuvre de capacités de jugement au plus haut degré de complexité; l'ISC devra toujours confier cette tâche à ses vérificateurs les plus compétents et expérimentés dans la réalisation d'évaluations difficiles sur la base de données incomplètes, voire ambiguës, et formés à l'analyse et à la conduite de négociations.

Deuxièmement, l'ISC doit posséder des compétences spécifiques relatives à l'entreprise en cours de privatisation et au marché. Ceci comprendra, non seulement les compétences légales et contractuelles, mais aussi les connaissances relatives aux banques d'investissement, notamment la mise à prix, la procédure de vente et les informations requises par les institutions financières, conjointement avec les compétences

économiques, analytiques et financières, couvrant des domaines tels que les taux d'actualisation et une formation permettant de comprendre les conditions sur lesquelles sont basées les offres concernant l'entreprise à vendre.

Directive 2

Mode d'acquisition des compétences

Thème

Comment l'ISC devrait-elle acquérir d'une manière efficace par rapport au coût l'ensemble des compétences requises pour le contrôle des privatisations?

Importance de la question

La complexité, l'échelle et le volume des privatisations varient. L'ISC doit être en mesure de conduire une évaluation autorisée. Mais recruter et conserver à titre de fonctionnaires stables l'ensemble des experts nécessaires pour examiner tous les aspects de toutes les ventes reviendrait trop cher pour l'ISC.

Directive

L'ISC devrait identifier et assurer les compétences essentielles nécessaires pour effectuer l'étude autorisée des privatisations, prenant en considération la nature et le calendrier prévus selon le programme de privatisations établi par le gouvernement et compléter ces compétences, si nécessaire, avec l'assistance de conseillers externes.

Justification de la directive

En cas de privatisations importantes ou complexes, il n'est pas probable que les ISC possèdent toutes les compétences et connaissances nécessaires pour s'acquitter convenablement de leurs responsabilités. Dans ces situations particulières, il sera nécessaire de faire appel à des spécialistes externes, car autrement l'ISC ne serait pas capable de conduire une vérification complète et ses conclusions risqueraient d'être peu fiables. Alors, le manque d'expertise suffisante pourrait avoir un coût élevé pour l'ISC en termes de crédibilité publique. L'expérience indique que si l'on veut conclure rapidement une enquête de vérification, l'achat de cette expertise chez des consultants externes selon les besoins propres à chaque cas, peut s'avérer moins cher que d'assumer la totalité du travail dans l'entreprise. A condition toutefois que les domaines demandant des services consultatifs spécialisés soient clairement identifiés par les ISC et qu'une sélection soigneuse des consultants possédant l'expertise nécessaire ait dûment été réalisée pour assurer qu'ils n'ont, par exemple, pas de relations avec l'entreprise privatisée ou avec les soumissionnaires. Les conseillers seront dirigés de près et devront bénéficier de la confiance de l'organisme contrôlé ainsi que de l'ISC.

Il serait également utile pour l'ISC de recruter ces conseillers pour une plus longue période, en particulier par exemple si l'Etat envisage un programme important de privatisations et que l'ISC doit élargir le domaine de ses compétences internes pour y répondre. Dans ces cas, les conseillers engagés par l'ISC ayant les nouvelles

compétences peuvent contribuer à former et à qualifier le personnel stable des ISC aux aptitudes requises pour devenir des vérificateurs hautement qualifiés dans ces domaines nouveaux et complexes. Dans le cadre de ce processus d'apprentissage, l'échange d'expériences et d'informations sur des contrôles achevés entre les ISC, ainsi que l'échange de fonctionnaires détachés, ont également été considérés comme très utiles par les ISC. Il peut être aussi très fructueux pour l'ISC de détacher certains de ses fonctionnaires dans des bureaux d'études externes afin qu'ils acquièrent l'expertise nécessaire et de participer à des séminaires, symposiums et conférences axés sur les sujets de la privatisation.

Ayant ainsi assuré la formation de ses effectifs, l'ISC sera bien placée pour s'acquitter de ses fonctions de vérificateur en réponse à d'autres changements intervenus dans la manière où l'Etat est impliqué dans l'économie, par exemple, la régulation des entreprises privatisées, la délégation de fonctions publiques au secteur privé et d'autres modalités de partenariat entre les secteurs public et privé. De cette manière, l'ISC peut mettre en place et retenir des équipes spécialisées à ce genre de contrôles. Mais il est probablement toujours rentable de compléter les compétences internes des ISC par des expertises externes de la part de consultants pour les domaines spécialisés nécessitant un degré élevé de connaissances techniques spécialisées.

Section 2: Considérations générales

Directive 3

Participation de l'ISC au processus de privatisation

Thème

A quel moment l'ISC devrait-elle intervenir dans le processus de privatisation?

Importance de la question

Dans de nombreux pays, l'ISC est le vérificateur attitré des sociétés nationales. Il peut également être demandé à l'ISC de donner certaines autorisations au vendeur préalablement à la vente, de lui donner des conseils sur l'état financier de l'entreprise et de délivrer des certificats ou des déclarations relatifs à la solvabilité de l'entreprise qui peuvent être cités dans les documents de vente. Que l'ISC soit ou non le vérificateur de l'entreprise avant la vente, il y a de bonnes raisons pour qu'elle examine la procédure de vente, puisque celle-ci porte sur des biens publics et le public demande des garanties indépendantes que la procédure a été dûment conduite et les intérêts du contribuable dûment défendus. Il sera aussi évident pour le vendeur et pour l'acheteur qu'une évaluation du résultat de la vente par l'ISC pourrait avoir lieu et qu'ils seraient responsables de leur rôle. Toutes ces remarques ont une incidence sur le moment où l'ISC devrait intervenir lors des privatisations.

Directive

L'ISC devrait intervenir dans le processus de privatisation aussitôt que possible conformément à la constitution, sans toutefois porter préjudice à son indépendance.

Justification de la directive

L'ISC doit intervenir le plus tôt possible afin de contrôler les aspects essentiels de la transaction, dont certains peuvent exposer l'ISC à des risques. Ceci est particulièrement important si les parties se fondent sur les informations financières relatives à la société à vendre vérifiées par l'ISC. Bien entendu, il est important que l'ISC soit aussi en liaison étroite avec le vendeur avant la vente, si l'ISC est appelée à jouer un rôle dans la décision de vente.

L'ISC est le vérificateur de l'Etat. Cependant, les privatisations peuvent aussi être conduites par des administrations régionales ou locales. Ces opérations peuvent également relever du domaine d'attributions de l'ISC et, si tel n'est pas le cas, l'ISC peut souhaiter demander l'élargissement de ses facultés si, par exemple, ces ventes risquaient autrement de n'être assujetties à aucun contrôle indépendant. Dans tous les cas de figure, l'ISC doit savoir clairement qui est responsable de quoi dans une opération de vente.

Au cas où l'ISC ne serait pas le vérificateur financier de l'entreprise mais qu'elle entendait conduire le contrôle de gestion de la procédure de vente, elle devra passer des accords et travailler en liaison étroite avec le vendeur, afin de commencer le contrôle aussitôt que possible après la vente, car l'expérience montre que les personnes impliquées dans la vente, y compris les parties ayant joué un rôle essentiel lors des négociations, quitteront l'entreprise peu après la vente.

Si l'ISC est en mesure de vérifier la vente avant qu'elle n'ait lieu, ceci lui permettra de jouer un rôle correctif dans la réalisation de la vente. Il sera nécessaire d'identifier les aspects clés à aborder dans un tel contrôle avant la vente. Ceux-ci pourraient comprendre une vérification de l'existence d'une répartition nette des responsabilités entre le vendeur et la direction de l'entreprise étant vendue, une évaluation des risques et des possibilités résultant pour l'entreprise et de l'impact sur sa valeur probable, les informations mises à la disposition des soumissionnaires et les conditions de l'accord de vente. Que l'ISC intervienne ou non formellement avant la conclusion du marché, il est important d'assurer que son intervention préalable n'entame pas sa responsabilité d'émettre un avis indépendant concernant les transactions. Or, son indépendance pourrait, par exemple, être compromise si, ayant approuvé certains arrangements relatifs à la vente, elle n'avait pas pris la précaution de préciser que c'était sous réserve de son évaluation ultérieure du résultat de la vente.

Directive 4

Accès des soumissionnaires aux dossiers de vérification de l'ISC

Thème

Lorsque l'ISC est le vérificateur de la société avant la vente, comment l'ISC devrait-elle répondre à la demande d'accès aux dossiers de vérification de l'ISC formulée par un potentiel soumissionnaire?

Importance de la question

L'accès aux dossiers de travail de l'ISC concernant la vérification des entreprises publiques à vendre dont l'ISC est le vérificateur, expose l'ISC au risque d'actions civiles et peut compromettre sa réputation si l'acheteur intentait ultérieurement une procédure contre l'ISC sur la base des erreurs constatées dans ses vérifications actuelles ou passées.

Directive

Si l'ISC est le vérificateur de la société avant la vente, elle devrait examiner la possibilité de fixer des directives précises concernant le droit d'accès des soumissionnaires aux documents de travail de l'ISC.

Justification de la directive

Les soumissionnaires potentiels cherchent souvent à avoir accès aux dossiers de vérification - ou bien directement du vérificateur ou par l'intermédiaire du vendeur - dans le cadre du processus de "la due diligence", dans le but:

- de confirmer la qualité du contrôle effectué;
- d'avoir accès à un avis indépendant sur la qualité des systèmes comptables financiers utilisés par la société publique; et
- de confirmer les hypothèses et chiffres sur la base desquels ont été dressés les états financiers le plus récemment contrôlés.

Nombre de ces questions sont souvent à plus juste titre directement adressées à la direction de l'entreprise elle-même. D'autres ne peuvent être répondues que par l'auditeur.

Dans certains pays, les ISC peuvent ne pas être habilitées par la loi à refuser un tel accès à leurs documents. Dans d'autres pays, elles peuvent y être habilitées. Si elles refusent, les soumissionnaires devront évidemment s'appuyer sur d'autres sources d'information comme la documentation de la vente et leurs propres investigations. Dans la définition de cette politique relative à l'accès aux documents de travail conformément à la loi et eu égard à la pratique professionnelle dans son pays, l'ISC doit aussi prendre en compte l'intérêt du vendeur à assurer le succès de l'opération de vente et peut donc décider de donner suite à la demande. Dès lors, les questions que les soumissionnaires sont habilités ou autorisés à poser devraient recevoir une réponse complète et sincère, mais de manière à minimiser et à éviter, dans la mesure du possible, tout risque de litige ou de perte de prestige pour l'ISC.

L'ISC peut considérer qu'il y a lieu de rédiger un guide applicable à toutes les situations de "due diligence" par les acquéreurs potentiels. Voici les points sur lesquels pourrait porter un tel guide:

- les vérificateurs de l'ISC sont tenus de l'informer immédiatement de toute demande de "due diligence" introduite par un potentiel acquéreur;
- la société devra délivrer une autorisation expresse avant toute négociation avec les potentiels acquéreurs;

- les représentants de l'ISC et de la société à vendre devront toujours être présents au cours des négociations avec les acquéreurs potentiels dans la phase de "la due diligence";
- le potentiel acquéreur devrait déposer auprès des responsables de la société à vendre la liste de ses questions à l'ISC, avant toute réunion avec le potentiel acquéreur;
- lors de la réunion avec le potentiel acquéreur, les questions relatives à la responsabilité de gestion de la société doivent être adressées au représentant de l'entreprise, conformément avec l'interprétation de la situation par le vérificateur.

Directive 5

Planification du contrôle de la privatisation

Thème

Quels facteurs l'ISC devrait-elle prendre en considération lors de la planification du contrôle d'une privatisation?

Importance de la question

La planification du contrôle est une discipline essentielle du processus de vérification. Une planification appropriée et minutieuse est également importante pour le contrôle de la privatisation. Ceci comprend la vérification des objectifs de la vente, y compris tout objectif non déclaré, et l'identification des parties clés ayant participé à la vente, les risques et les possibilités dans la vente et la question de savoir si l'obligation d'informer en permanence le parlement a été remplie de manière adéquate. L'ISC doit essayer de dégager des leçons qui pourraient s'avérer utiles pour des ventes futures. Et si l'ISC intervient avant la vente, elle devrait prévenir le vendeur contre les risques qui pèsent sur la transaction afin de lui permettre de prendre les mesures correctives requises. Dans les pays où les privatisations ne sont pas conduites par un organisme central, souvent les responsables de la vente quittent l'entreprise peu de temps après la privatisation. L'ISC devrait donc prévoir de commencer la vérification aussitôt après la vente, afin de s'assurer l'accès suffisant aux éléments de preuve détenus par les vendeurs et leurs conseillers et des avis des tiers ayant un intérêt direct à la vente.

Directive

En planifiant le contrôle d'une privatisation, l'ISC devrait prévoir de couvrir les principaux aspects de la vente susceptibles d'avoir des incidences sur l'utilité et la rentabilité de l'opération, d'identifier les principaux responsables de la vente, d'obtenir d'eux des éléments de preuve et de rester vigilante afin de dégager les leçons à tirer de chaque vente y inclus les procédures appliquées et les résultats de la vente, ensemble avec le degré de réalisation des objectifs.

Justification de la directive

A défaut d'une bonne planification, l'ISC risque de conduire une vérification mal cadrée, n'ayant ni la portée ni la profondeur des éléments de preuve nécessaires pour garantir un rapport fiable. L'ISC doit s'informer sur les activités, la situation financière et les

immobilisations d'une entreprise et identifier les autres informations requises et les coûts de leur obtention, en vue d'être en mesure de réaliser un contrôle du processus de la privatisation. L'ISC devra pouvoir accéder au vendeur le plus tôt possible, puisque les responsables par lui désignés peuvent quitter l'entreprise, notamment lorsque la vente est une opération unique pour le vendeur en question, et non une transaction dans une série de ventes effectuées par l'intermédiaire d'un organisme central de privatisation. Si l'ISC n'avait pas cette facilité d'accès, elle ne pourrait pas passer en revue des questions telles que les objectifs de la privatisation, les critères essentiels du succès et les avis du vendeur sur les leçons à tirer pour l'avenir. Ces informations sont essentielles pour faciliter la planification du contrôle, sa méthodologie, l'application des moyens et l'échéancier des rapports.

Il est également important, que l'ISC ait ou non un accès formel à ces organismes, de prévoir la manière de recueillir les avis des autres parties à la vente. Les privatisations impliquent normalement non seulement le vendeur, mais aussi un grand nombre de tiers. Parmi ces tiers peuvent figurer les cadres supérieurs de l'entreprise privatisée, les soumissionnaires, des investisseurs institutionnels, des conseillers, des représentants du personnel, des experts du secteur et conseillers spécialisés, ainsi que des groupes de consommateurs. L'ISC doit rapidement déterminer ces différentes parties et organiser les moyens les plus efficaces lui permettant d'établir leur rôle dans la vente et d'obtenir des éléments de preuve sur l'opération. Parmi les techniques les plus souvent utilisées à cette fin, figurent les entretiens, des questionnaires contraignants et des enquêtes sur les avis des parties. Parfois, en cas d'une vente d'actions importante, l'ISC pourrait avoir besoin d'éléments de preuve à l'échelle générale.

S'il y avait un décalage entre la date de vente et celle du rapport de l'ISC, celle-ci doit rester vigilante sur les circonstances de l'après-vente, qui pourraient mettre en évidence dans quelle mesure les objectifs du vendeur ont été atteints, notamment, si l'acheteur s'est acquitté de ses obligations conformément aux accords souscrits, selon lesquels la totalité ou une partie du prix d'achat pourrait être payée à une date ultérieure, quels ont été les mouvements des cotations des actions après une émission, et si l'acquéreur a respecté ses engagements concernant les niveaux d'emploi ou d'investissement de la société privatisée.

Directive 6
Restructuration de l'entreprise avant la vente

Thème

Quels aspects l'ISC devrait-elle examiner en ce qui concerne la restructuration de l'entreprise avant la vente?

Importance de la question

La restructuration d'une société d'Etat avant sa privatisation comprend depuis la modification de sa forme légale, de manière à en permettre la vente, jusqu'à une profonde restructuration de l'entreprise et de ses finances pour mieux rejoindre les objectifs à long terme de la privatisation. Qu'il faille ou non procéder à une évaluation du processus de restructuration en plus du contrôle de la vente qui s'en est suivie, l'ISC doit comprendre

comment et pourquoi cette société a été restructurée afin d'évaluer le bien-fondé de la vente.

Directive

L'ISC devrait s'assurer de comprendre les objectifs de la restructuration effectuée par le vendeur avant la vente et les mesures adoptées pour atteindre ces objectifs.

Justification de la directive

Les vendeurs ont adopté des démarches différentes sur la question de savoir si une entreprise publique devrait ou non être restructurée avant d'être vendue, et si oui, comment et dans quelle mesure. Ces différentes approches reflètent des circonstances économiques différentes d'un pays à l'autre, ainsi que des objectifs de privatisation différents, qui peuvent à leur tour changer dans un même pays selon les moments. Par exemple, dans les pays qui ont essayé de passer d'une économie dirigée à une économie de marché le plus rapidement possible, l'accent a souvent été mis sur l'urgence de privatiser un très grand nombre d'entreprises, tout en essayant en même temps de mettre sur pied les systèmes légaux et commerciaux nécessaires pour soutenir une économie de marché. Les modifications du cadre normatif entraînent des changements de la manière d'effectuer le contrôle des privatisations par les ISC; par exemple, l'ISC doit attacher une attention particulière aux incertitudes qui pourraient planer sur la propriété légale des biens que l'Etat est en train de vendre ou a déjà vendus.

La restructuration avant la vente a souvent été rudimentaire, laissant aux nouveaux propriétaires le soin d'entreprendre, s'ils le souhaitent, une profonde réorganisation de l'entreprise après la vente, qui se traduit quelquefois par une réduction sensible du nombre de ses effectifs. Dans certaines économies avancées, la réduction de l'entreprise a également été laissée pour le compte des nouveaux propriétaires, l'idée étant que le marché pourra mieux régler ces situations. Dans ces cas, la privatisation peut entraîner des coûts sociaux (notamment, le chômage), que l'Etat devra peut-être payer plus tard. Afin d'éviter ces coûts sociaux, certains pays ont introduit parmi les objectifs déclarés de la privatisation certaines garanties concernant les niveaux d'emploi et d'investissement. Dans d'autres cas, cependant, les gouvernements ne disposaient pas des moyens requis pour entreprendre des restructurations importantes avant la vente des entreprises, qui pourraient représenter de surcroît des retards inacceptables à la vente. Un examen des politiques de restructuration avant la vente poursuivies par le vendeur peut éclaircir les raisons principales de la privatisation et la manière dont la vente s'insère dans l'approche générale de la privatisation adoptée par le gouvernement.

L'ISC doit comprendre parfaitement les antécédents de la vente, y compris les raisons pour lesquelles l'Etat a ou n'a pas entrepris une restructuration importante comme phase préparatoire à une vente prédéterminée, ou si à cette étape l'Etat gardait ouverte l'option de la privatisation. Cette étude soignée par l'ISC contribuera aussi à identifier les facteurs clés dont l'influence a pesé sur la décision de privatiser, et qui peuvent être ou ne pas être ceux déclarés lors de la vente, par exemple, tout impact à attendre de la passation par pertes et profits de la dette sur la situation financière globale de l'Etat.

Il y aura probablement un nombre important de questions de détail à examiner en ce qui concerne la décision de restructuration. Par exemple, dans le cas d'une entreprise très

endettée vis-à-vis de l'Etat ou d'autres sociétés publiques, dans quelle mesure ces dettes ont été complètement amorties, recapitalisées ou refinancées, et quel en a été l'impact sur le prix que le vendeur pouvait obtenir. Dans certains cas, par exemple, le vendeur peut aboutir à la conclusion que l'entreprise est invendable à moins que la totalité, ou une bonne proportion de ses dettes soient amorties. Par ailleurs, la structure adoptée pour l'entreprise peut avoir une influence sur ses possibilités de vente. A égalité de conditions, par exemple, un monopole peut obtenir un meilleur prix qu'une entreprise sur un marché concurrentiel. Cependant, si les vendeurs cherchent à développer la compétitivité, ils peuvent parfois décider de diviser une grosse société en petites unités afin de stimuler la participation d'un plus grand nombre d'intéressés potentiels. Ceci peut augmenter la tension compétitive de l'appel d'offres et promouvoir un marché plus compétitif après la vente.

Lorsque l'ISC se propose d'examiner la restructuration d'une entreprise et d'en dresser un rapport, elle devra prendre en compte, outre son impact sur la vente, qu'un certain temps peut s'écouler avant qu'il ne soit possible de définir à quel point la société privatisée contribue à atteindre les objectifs généraux fixés par le gouvernement pour la privatisation (par exemple, développer l'économie de marché) et même dans ce cas, il peut s'avérer difficile d'évaluer l'impact des décisions de restructuration.

Directive 7
Objectifs de la vente

Thème

Quels sont les éléments que l'ISC devrait chercher à établir concernant les objectifs de vente du vendeur?

Importance de la question

La détermination des objectifs du vendeur est le point de départ critique de tout contrôle de gestion d'une privatisation. L'ISC doit établir quels ont été les objectifs immédiats de la vente, compte tenu des obligations éventuelles imposées de l'entreprise et de ses rapports avec les objectifs à plus long terme, notamment le développement de l'économie de marché et des considérations sociales ou environnementales. La privatisation n'est pas un processus statique si bien que les objectifs de chaque vente reflètent l'évolution de l'économie, qui peut changer radicalement avec le temps. Les objectifs tant immédiats qu'à plus long terme pourraient être incompatibles les uns avec les autres, du moins en partie. De plus, tous les objectifs ne sont pas toujours déclarés. Ce n'est qu'en assurant une bonne compréhension de ces objectifs, dans leur complexité et leur interaction, et de la manière dont ils pèsent sur la conduite de la vente, que l'ISC pourra identifier les questions à examiner lors de la vérification de la vente.

Directive

Au début de la vérification, l'ISC devrait s'assurer d'avoir une bonne compréhension de tous les objectifs du vendeur lors d'une privatisation et de leurs rapports avec des objectifs plus généraux de l'économie.

Justification de la directive

Si l'on ne comprend pas clairement les objectifs du vendeur dans toute leur complexité, y compris des objectifs politiques plus généraux, l'ISC risque de mener un contrôle de gestion qui ne réussira pas à identifier et à examiner les buts ciblés par le vendeur.

Dans bien des privatisations, les vendeurs sont tenus pour responsables de certains des objectifs spécifiques de la vente, alors qu'ils sont le plus souvent fixés par le gouvernement. Les objectifs de vente varient d'un pays à l'autre, en fonction des enjeux économiques particuliers du pays au moment de la vente et de la façon dont elle est perçue comme une partie de la réponse à ces enjeux. L'un des objectifs pourrait être d'assurer la vente rapide des entreprises, afin de prouver à des marchés probablement sceptiques que la privatisation est possible, ouvrant ainsi la voie à de futures privatisations, assurant les investissements et promouvant l'acquisition d'actions par un public plus large. L'ISC devra examiner quel a été l'impact de la politique de personnel du vendeur sur la vente, par exemple, s'il y avait eu un objectif de maintenir les niveaux d'emploi ou de protéger les droits des employés relatifs aux licenciements et, en cas de licenciements, de quelle manière le vendeur et l'acheteur ont convenu de régler les coûts des indemnités de licenciement.

Ces objectifs tendent par nature à entrer en contradiction les uns avec les autres dans une certaine mesure. L'une des questions sur lesquelles devra se pencher l'ISC est de savoir si le vendeur a réussi à atteindre un équilibre raisonnable entre, par exemple, vendre l'entreprise conformément aux délais impartis d'une part, tout en maximisant le produit de la vente et en minimisant les coûts d'autre part.

Il appartient naturellement au vendeur de décider comment faire la part d'objectifs aussi opposés, et l'ISC devrait se garder d'empiéter sur la responsabilité du vendeur dans la détermination des priorités. Par exemple, si l'Etat en tant que vendeur décide d'accorder la priorité à la vente rapide de la société plutôt que de maximiser le profit de la transaction, afin par exemple de renforcer la confiance de l'investisseur dans le processus de privatisation, il serait hors de question que l'ISC soutienne que le vendeur aurait dû retarder l'opération afin d'obtenir un prix plus avantageux. Mais il revient à l'ISC d'examiner les conséquences de la démarche adoptée par l'Etat pour conduire la privatisation et d'attirer l'attention sur les éventuelles pertes publiques d'une telle procédure. L'expérience montre, par exemple, qu'en cas de perte de valeur par l'Etat lors d'une privatisation, tandis que les nouveaux propriétaires amassent une fortune aux dépens des deniers publics, la crédibilité du gouvernement pourrait s'en ressentir sévèrement, parce que les modalités et conditions de la vente ne seront pas considérées comme équitables par le citoyen.

Certains objectifs apparemment contradictoires ne le sont pas dans la pratique. Par exemple, offrir des encouragements aux investisseurs individuels lors d'une émission d'actions peut s'opposer à la maximisation du produit de la vente, à moins que ces avantages contribuent à maximiser le total du produit, en créant une tension compétitive entre sociétés d'investissement et particuliers. Or, ceci peut être difficile à prouver.

La détermination de la totalité des impacts des objectifs déclarés par le vendeur aidera également l'ISC à identifier tout objectif important non déclaré, tout comme les objectifs utiles que le vendeur aurait pu se donner, sans le faire. Par exemple, qu'il s'agisse d'un

objectif déclaré ou non déclaré, l'ISC devrait examiner dans quelle mesure le vendeur a veillé à obtenir un bon prix pour la vente de l'entreprise publique. Une telle mise au point permettra aussi d'aider l'Etat à formuler les objectifs pour des ventes futures.

Directive 8 *Echéancier de la vente*

Thème

Quels éléments l'ISC devrait-elle prendre en considération concernant l'échéancier de la vente?

Importance de la question

Il n'est pas rare de trouver que l'un des objectifs du vendeur soit de conclure le marché le plus rapidement possible. L'ISC pourrait souhaiter de s'assurer si le vendeur a rendu les dates limites clés publiques pour assurer un traitement équitable des soumissionnaires. L'ISC doit aussi rester attentive pour éviter que la conformité stricte aux délais aille au détriment des autres objectifs de la vente.

Directive

L'ISC devrait déterminer les objectifs du vendeur concernant l'échéancier de la vente et examiner les éventuels impacts, positifs ou négatifs, de cet objectif sur la vente.

Justification de la directive

Les vendeurs sont souvent soumis à des pressions importantes pour conclure la vente conformément à un calendrier rigoureux. C'est le cas bien souvent des pays qui veulent assurer la transition vers une économie de marché dans les meilleurs délais. Mais cela peut également se produire dans des économies relativement avancées, dont les gouvernements misent sur la vente pour contribuer à financer leurs programmes de dépenses publiques ou réduire la dette nationale, ou bien, en cas d'émission ou de vente d'un grand nombre d'actions, si les chances offertes sont limitées. De plus, selon les pratiques généralement admises, il faut achever le plus tôt possible certaines étapes de la vente afin d'éviter des pertes pour l'entreprise résultant de l'incertitude sur sa viabilité future et pour maintenir la tension compétitive entre les soumissionnaires et centrer l'attention sur la conclusion d'une bonne affaire, depuis la présentation des offres dans une vente directe, en passant par la présélection des soumissionnaires et jusqu'à la fin de la transaction.

En examinant ces divers aspects, l'ISC souhaitera faire preuve de compréhension devant ces pressions. Mais le respect d'un calendrier rigoureux n'est pas une excuse pour une procédure incorrecte. Il faudra étudier, en particulier, si la vente a été conduite si hâtivement que des étapes essentielles de la procédure (par exemple, le choix de consultants externes, l'adaptation de l'entreprise au statut légal correspondant, le choix du mode de vente, la préparation des informations financières, l'identification et l'évaluation de l'actif, l'évaluation de l'entreprise, le marketing et la négociation de l'opération) ont été

soit omises, soit réalisées de manière négligente ou incomplète, et si tel a été le cas, dans quelle mesure une telle procédure a entraîné des effets négatifs sur le produit de la vente, notamment, une réduction du produit de la vente.

Directive 9

Evaluation de l'entreprise avant la vente

Thème

Quels sont les principaux aspects que l'ISC devrait prendre en compte concernant l'évaluation par le vendeur de la société à privatiser?

Importance de la question

Une évaluation indépendante de la société avant la vente est un élément clé pour une vente bien réalisée parce qu'elle fournit au vendeur les moyens lui permettant de vérifier si les offres présentées sont raisonnables et elle peut être utile dans les négociations ultérieures avec les soumissionnaires.

Directive

L'ISC devrait confirmer si le vendeur a fait évaluer la société avant de la mettre en vente. S'il ne l'a pas fait, l'ISC devrait étudier les raisons de cette omission et, en réalisant tout autre étude après que la vente a eu lieu, elle devrait considérer la possibilité de demander une évaluation pour son compte. Si une évaluation préalable a été faite par le vendeur, l'ISC devrait l'analyser afin de certifier:

- **si elle s'est fondée sur des hypothèses convenables;**
- **si elle a été établie de manière indépendante par rapport et à l'acheteur et à la direction de la société;**
- **si elle a respecté les principes généralement admis en matière d'évaluation des entreprises; et**
- **si elle s'est avérée utile pour le vendeur afin d'évaluer les offres et de conduire les négociations aboutissant à la fin de la transaction.**

Justification de la directive

Selon les pratiques généralement admises, il est souhaitable d'effectuer des évaluations préalables aux privatisations, en particulier pour évaluer l'entreprise en activité afin d'avoir une estimation de référence du produit de vente en fonction de laquelle seront appréciées avec les offres. Dans ces cas, l'évaluation - qui peut bien sûr consister en une gamme de valeurs en fonction des hypothèses utilisées - peut également servir de vérification croisée de la vente elle-même, lorsqu'on applique des méthodes d'appel d'offres sélectives. Si les offres déposées diffèrent considérablement des chiffres suggérés par l'évaluation, il n'est pas impossible que l'efficacité du marketing, ou la compétitivité de la vente soient questionnées. C'est aussi une bonne pratique pour le vendeur d'évaluer l'entreprise afin de déterminer un prix de réserve, c'est-à-dire, celui au-dessous duquel la vente n'aura pas lieu.

Dans certains cas, les vendeurs peuvent soutenir qu'en raison de circonstances uniques ou nouvelles, il est difficile d'obtenir une évaluation efficace; or, cette difficulté peut être invoquée pour omettre une telle évaluation. Cependant, compte tenu du fait qu'il est demandé aux soumissionnaires de fixer un prix pour l'entreprise et qu'ils n'ont pas ou ne devraient pas avoir de meilleures informations que le vendeur au sujet de l'entreprise, il serait curieux que le vendeur soit littéralement dans l'impossibilité de réaliser une évaluation. Les vendeurs soutiennent parfois qu'une concurrence bien réalisée est la meilleure garantie pour obtenir une valeur de la vente. La concurrence est bien sûr importante, mais il est essentiel pour le vendeur de disposer d'une estimation de référence pour évaluer les offres; une omission d'obtenir une évaluation est probablement un indicateur que le vendeur est prêt à vendre l'entreprise à un prix peu satisfaisant et ne veut pas avoir à en rendre compte. Bien sûr, le degré de sophistication et les coûts associés de l'évaluation par référence devront être mis en rapport avec la taille et la complexité de l'entreprise étant vendue.

Les hypothèses sur lesquelles se fonde l'évaluation devraient s'accorder avec l'objectif visé. Par exemple, s'il doit y avoir une vérification croisée sur le résultat d'un appel d'offres pour l'achat de l'entreprise en activité, l'évaluation devrait se faire à partir de cette base.

L'évaluation ne devrait pas être confiée à une personne susceptible d'avoir un conflit d'intérêts vis-à-vis du résultat de la privatisation. Cela s'applique aux cadres de l'entreprise (et ce, même s'ils ne participent pas personnellement à l'appel d'offres). Mais l'évaluation peut valablement utiliser des informations fournies par ces cadres, après vérification si nécessaire. Dans certains cas, le vendeur peut requérir la vérification de l'évaluation par un tiers indépendant, notamment si elle avait été faite par ses conseillers financiers et qu'ils avaient droit à une prime de vente au cas où le produit de vente dépasserait d'un certain montant le prix estimé par l'évaluation. Dans ce cas, les conseillers ont intérêt à ce que l'entreprise soit évaluée à bas prix.

L'évaluation de l'entreprise demande de la compétence et du bon sens. La base sur laquelle s'exerce ce bon sens doit néanmoins comprendre des informations quantifiées relatives à l'entreprise en question et respecter les principes généralement admis par les experts de l'évaluation.

L'ISC souhaitera sans doute aussi examiner si le vendeur a étudié la possibilité de restructurer l'entreprise avant la vente, afin, par exemple, d'augmenter la valeur de l'opération (cf. 6ème directive).

Directive 10
Méthodes de vente

Thème

Quels facteurs l'ISC devrait-elle prendre en considération en examinant la méthode de vente choisie par le vendeur?

Importance de la question

Le choix de la méthode de vente peut s'avérer capital pour la réussite de la privatisation. Dans certains cas, le choix peut être assez direct; par exemple, la vente aux enchères peut être la manière la plus simple et la plus rentable de disposer des petites entreprises comme par exemple, des magasins individuels. Mais pour des entreprises plus importantes, le choix peut être difficile entre par exemple une vente directe appuyée sur un marketing efficace et une émission d'actions. Le total des coûts risque d'être plus élevé pour cette dernière, mais si elle suscite une tension compétitive entre de nombreux investisseurs, le produit net pourrait être supérieur et favoriser l'obtention d'objectifs plus généraux, tels le développement du marché national des capitaux. L'ISC doit examiner quelles formes possibles de privatisation ont été prises en considération par le vendeur et pourquoi le vendeur s'est décidé pour la voie choisie.

Directive

L'ISC devrait examiner les options retenues par le vendeur avant de déterminer la méthode de vente ainsi que les critères appliqués au choix de la méthode de vente choisie, y compris l'obtention des objectifs plus généraux du programme de privatisation.

Justification de la directive

Les précautions ou garanties prises par le vendeur en choisissant la méthode de vente, ou l'absence de celles-ci, peuvent contribuer à mettre en lumière dans quelle mesure le vendeur a compris la nature de l'entreprise à vendre et son intérêt potentiel pour le marché. Quant aux plus grosses entreprises, le vendeur peut considérer qu'il convient de garder ouverte le plus longtemps possible l'alternative de la vente directe ou par actions. Le vendeur peut, par exemple, entamer des négociations avec un potentiel acheteur direct, en partie pour tester ce marché et en partie pour exercer des pressions sur les cadres de l'entreprise (qui pourraient préférer l'émission d'actions comme une meilleure façon de garantir leurs propres postes), afin qu'ils accueillent plus favorablement les perspectives commerciales qu'il faudrait mettre en place pour les investisseurs en cas d'émission d'actions.

L'absence d'une réflexion soignée par le vendeur sur la nature de l'entreprise avant de choisir la méthode de vente risque de se traduire par une perte de valeur pour le vendeur. Pour ne citer qu'un exemple, il a été demandé au vendeur d'une entreprise d'aliéner les services de support informatique pour un groupe d'hôpitaux de l'Etat. Il s'agissait d'une affaire commerciale intéressante, car les hôpitaux voulaient s'assurer à tout prix de prestations continues pour leurs systèmes informatiques. Or, au lieu de faire un marketing vigoureux sous la forme d'une vente directe, le vendeur l'a envisagée comme une opération de fourniture de services et l'ISC a pu constater que les résultats obtenus ont été nettement moins favorables pour le contribuable. A la lumière du rapport de l'ISC, le ministère de la santé s'est engagé à envisager à l'avenir la vente directe pour de telles aliénations.

Thème

La vente a-t-elle été conduite par le vendeur avec intégrité et dans le respect de la procédure prescrite pour les entreprises publiques?

Importance de la question

La privatisation entraîne le transfert de certains actifs du secteur public au secteur privé par des fonctionnaires de l'Etat. Dès lors, la transaction doit veiller au respect strict des conditions légales pour rendre dûment compte des recettes et dépenses publiques. Elle doit également être conclue avec loyauté, conformément aux normes appelées à régir la conduite des responsables de la sauvegarde des intérêts des contribuables, y inclus la prise de dispositions pour assurer le respect par les nouveaux propriétaires de toute obligation qui leur est imposée. Des conflits d'intérêts peuvent apparaître, par exemple, les vendeurs et leurs conseillers peuvent souhaiter présenter une estimation prudente de la valeur de l'entreprise pour augmenter les chances d'une vente réussie, mais ceci pourrait se faire au détriment du contribuable en cas d'une perte de valeur.

Lors de la vente, les fonctionnaires concernés ne doivent recevoir, ni directement ni indirectement, un quelconque bénéfice non prévu. Par ailleurs, la conduite de la vente par les fonctionnaires peut faire l'objet de critiques et ceux-ci peuvent s'en remettre à l'ISC pour sauvegarder leur réputation. L'ISC peut rencontrer des difficultés pour produire des preuves fiables et des objections fondées sur la confidentialité commerciale, contre la publication de détails importants, que ce soit l'identité des soumissionnaires ou les montants offerts ou payés.

Directive

L'ISC devrait examiner si des garanties suffisantes ont été prévues afin d'assurer une vente en bonne et due forme, étudier les accusations introduites contre des opérations prétendument incorrectes et déterminer s'il y a eu des écarts par rapport aux procédures retenues.

Justification de la directive

Les responsables pour la conduite des privatisations peuvent être tentés par le profit personnel plutôt que par la maximisation du produit de la transaction pour le contribuable. Ce risque peut prendre de multiples formes et s'épanouir dans les ambiguïtés et les incertitudes qui entourent ces transactions. Les vendeurs peuvent par exemple vendre l'entreprise à leurs associés, ou l'acquérir eux-mêmes sous des conditions avantageuses, aux dépens d'une perte partielle de valeur subie par le contribuable. Ou bien les directeurs de l'entreprise à vendre peuvent être tentés de déguiser d'une manière ou d'une autre cette valeur afin de pouvoir, lors de la privatisation, en bénéficier tant directement en réduisant la valeur (par ex. actifs excédentaires) qu'indirectement, en assurant une bonne rentabilité à l'entreprise et en valorisant de ce fait leurs postes de directeurs.

L'ISC devrait évaluer le caractère adéquat des directives du vendeur pour la disqualification de soumissionnaires et la manière dont l'intérêt public a été protégé dans la pratique.

L'ISC sera tenue d'identifier les personnes responsables de l'autorisation et de la réalisation de la vente et la manière dont les responsabilités ont été réparties.

L'ISC est également tenue de vérifier si l'Etat a encaissé le prix total de la privatisation, ou si une partie ou la totalité de ce prix est disparue dans d'autres poches.

La négligence du vendeur peut aussi bien se traduire par une vente où l'intérêt public n'est pas préservé comme il le faut. C'est le cas par exemple du vendeur qui ne garantit pas à tous les soumissionnaires l'égalité d'accès aux informations relatives à l'entreprise, de sorte que certains étant mieux placés que d'autres, les conditions de concurrence sont faussées.

Des conflits d'intérêts peuvent apparaître si, par exemple, des cadres et/ou conseillers disposant d'une profonde connaissance de l'entreprise obtiennent le statut de soumissionnaires privilégiés.

Lorsque la vente n'a pas été conduite en bonne et due forme, ceci peut souvent être rendu public. Ces informations peuvent s'avérer utiles pour l'enquête de l'ISC. Mais elles peuvent également être incomplètes, voire incorrectes et les fonctionnaires ou toute autre partie concernée, notamment les soumissionnaires, pourraient saisir l'ISC pour les décharger de ces responsabilités. A moins que l'ISC dispose de preuves fiables, elle peut se trouver en situation compromise. Et même si elle trouvait ces preuves, les autres parties à la vente pourraient s'opposer à leur publication en invoquant la confidentialité commerciale. L'expérience indique qu'il est de l'intérêt de tous ceux qui souhaitent une vente conduite selon les formes que toutes les parties à la transaction soient prévenues que l'opération pourrait être soumise à un contrôle indépendant par l'ISC et que les résultats détaillés d'un tel contrôle pourraient être publiés pour préserver l'intérêt public.

Directive 12
Gestion résiduelle

Thème

Quelles mesures l'ISC devrait-elle prendre pour évaluer comment les responsabilités résiduelles sont gérées par l'Etat à l'issue de la vente d'une entreprise publique?

Importance de la question

Dans bien des cas, l'Etat demeurera assujéti à certaines responsabilités résiduelles à la suite de la vente d'une entreprise publique. La gestion efficace de ces responsabilités aura incontestablement un impact sur les finances de la nation, tant à court terme qu'à long terme; en effet, elles peuvent conduire au règlement puisé sur des fonds publics ou exiger la gestion efficace des ressources publiques. L'ISC devrait alors considérer la possibilité de contrôler la gestion de ces responsabilités résiduelles après la vente d'une entreprise publique.

Directive

L'ISC devrait évaluer l'efficacité des mesures structurelles adoptées par l'Etat pour gérer les responsabilités résiduelles et vérifier si les comptes publics ou nationaux traduisent fidèlement (y compris par des données chiffrées si possible) la totalité de l'actif et du passif résiduels, réels ou contingents.

Justification de la directive

Suite à la privatisation, on peut voir apparaître des responsabilités résiduelles, et ce, pour de multiples raisons, notamment: parce que l'Etat a décidé de ne pas tout inclure dans la vente, ou qu'il n'a pu se détacher de la totalité des activités ou s'acquitter de toutes les obligations de l'entreprise à vendre - par exemple, la gestion des obligations à l'égard des actionnaires, un cadre normatif incomplet ou incertain, des contentieux en instance, des obligations résiduelles concernant le personnel ou des biens non compris dans la vente. D'autres questions peuvent surgir comme conséquence directe des conditions de vente elles-mêmes, par exemple, la gestion active et responsable des indemnités ou garanties conférées aux termes de l'acte de vente, ou le suivi de la gestion des actifs résiduels.

En sont des exemples les compensations versées aux agents du vendeur (par ex., banques et institutions d'investissement) lors de l'émission d'actions d'une société, celles payées aux cadres de l'entreprise pour les déclarations figurant dans les prospectus et les emprunts et le passif de l'entreprise privatisée, y compris les risques correspondant à des postes hors-bilan. Un exemple d'actif résiduel pourrait être un bail à louer avec l'acheteur, aux termes duquel lui est autorisé l'accès ou l'usage de terrains publics non compris dans la vente, par exemple, les emprises d'un réseau ferroviaire privatisé.

D'autres risques éventuellement associés à cet aspect de la privatisation sont l'absence totale d'une fonction permanente de gestion résiduelle et la perte d'archives et d'informations institutionnelles au fur et à mesure que les anciens employés quittent l'entreprise pour assumer de nouvelles responsabilités.

L'ISC devrait étudier les engagements souscrits par le vendeur vis-à-vis de l'acquéreur de l'entreprise, déterminer s'ils ont été quantifiés et examiner les dispositions prises par le vendeur en vue de sauvegarder les intérêts des contribuables, notamment, en fixant des délais, des obligations financières ou autres clauses de résiliation du contrat.

L'ISC devrait avoir une idée claire des responsabilités résiduelles survenues après la privatisation et déterminer s'il y a eu une gestion et un suivi efficaces par l'Etat de l'actif et du passif de l'entreprise jusqu'au règlement total de ses obligations résiduelles. Celles-ci peuvent s'étendre au-delà des obligations qui incombent à l'Etat. Par exemple, en cas de privatisations massives, il est possible qu'un très grand nombre d'entreprises soient privatisées dans une brève période et que de ce fait, certains aspects importants concernant les obligations des nouveaux propriétaires ne soient pas pris en considération. L'ISC pourrait être tenue de surveiller sur une base continue le passif incombant toujours à l'Etat, surtout si celui-ci est peu transparent ou n'a pas encore été décidé au moment de la vente.

Section 3: Ventas directes

Directive 13

Services consultatifs externes requis par le vendeur

Thème

Quelles mesures l'ISC devrait-elle prendre afin d'assurer l'accès du vendeur à des services consultatifs externes de qualité pour un coût raisonnable au cours de la procédure de vente?

Importance de la question

Les vendeurs engagent souvent des conseillers externes chargés de les assister ainsi que les parties concernées dans la gestion de la procédure de vente, et d'émettre un avis consultatif sur la vente. Assurer des avis consultatifs fiables peut être un élément essentiel du succès de la vente.

Directive

L'ISC devrait examiner la procédure adoptée par le vendeur en vue d'identifier des services consultatifs externes spécialisés et impartiaux nécessaires pour conduire la vente, ainsi que les mesures qu'il a prises afin d'assurer ces prestations soient efficaces et d'un coût raisonnable.

Justification de la directive

Le vendeur peut difficilement maîtriser la gamme complète des compétences nécessaires pour couvrir la totalité des aspects d'une opération de vente. Les compétences requises pour garantir un résultat satisfaisant sont fonction de la nature de l'entreprise à vendre. Les vendeurs invitent souvent les potentiels experts des ventes présélectionnés à exprimer leur intérêt / présenter leurs offres d'assistance. Ces conseillers doivent non seulement être compétents et posséder l'expertise nécessaire du secteur en question, mais également être libres de tout éventuel conflit d'intérêts vis-à-vis de l'entreprise à vendre. Cette dernière considération peut faire écarter de potentiels consultants dans des économies de moindre échelle, où ces conflits sont potentiellement plus fréquents.

L'ISC devra vérifier que lors de la désignation de ces conseillers en matière de vente, le vendeur a veillé à s'assurer de l'impartialité de leur avis ainsi que leur de compétence notoire. L'ISC devrait examiner si les émoluments payés aux conseillers ont été raisonnables, s'ils ont bénéficié de primes suffisantes pour optimiser leur performance vis-à-vis du vendeur et s'ils ont rempli leurs fonctions de manière transparente. Si les honoraires versés représentent un pourcentage du prix de vente final, l'ISC devra vérifier qu'il n'a pas augmenté aux dépens, par exemple, d'une liquidation dans les délais, ou en raison d'un nombre excessif de garanties et compensations.

Le mode de paiement des honoraires des conseillers varie considérablement d'une vente à l'autre. Certains perçoivent des honoraires fixes, d'autres un pourcentage sur le prix de vente, d'autres encore, un montant variable selon le nombre d'heures de travail. Chaque méthode présente des avantages et des inconvénients. Or, les sommes versées sont rarement insignifiantes, en quantité comme en importance politique et publique. Dès lors, il

faut que la communauté ait l'assurance que les honoraires payés aux conseillers sont raisonnables compte tenu des circonstances. Quant aux coûts, voir aussi la [39ème directive](#) (rédaction et contrôle des devis des conseillers externes).

Directive 14

Direction de l'entreprise

Thème

Quels sont les risques de vérification que l'ISC devrait prendre en considération concernant les cadres et employés de l'entreprise publique à privatiser?

Importance de la question

Afin de préserver l'intégrité de la procédure de vente et d'en assurer le meilleur résultat, il est important d'éviter tout acte des cadres et employés de l'entreprise publique à vendre susceptible de porter préjudice à la procédure de vente.

Directive

L'ISC devrait s'assurer que les cadres et employés de l'entreprise publique ayant été à vendre se sont conduits avec compétence et de manière à sauvegarder de façon efficace l'intégrité du processus de vente et les intérêts légitimes du vendeur.

Justification de la directive

Les cadres de l'entreprise publique à vendre font l'objet de nombreuses pressions pendant toute la durée de la procédure de vente. Ils sont souvent convoqués et censés permettre l'accès aux livres et registres de l'entreprise, fournir des réponses aux questions du vendeur, des experts en matière de vente et des potentiels soumissionnaires sur un pied d'égalité, tout en s'acquittant en même temps de leurs obligations et responsabilités habituelles, y compris la réponse aux incertitudes que soulève chez les employés l'impact de la vente sur leur avenir professionnel. Les cadres doivent se tenir disponibles pendant toute la durée de la procédure, et ce, tout en envisageant en même temps l'impact que la vente peut entraîner sur leur propre position et carrière futures. A cette étape du processus, il serait hautement souhaitable que tout au moins les cadres occupant des postes clés soient retenus et pour ce faire, il faudra peut-être conclure des accords (de compensation) afin de s'assurer de leur collaboration jusqu'à la fin de la procédure de vente.

Ces cadres réfléchissent certainement sur leur propre avenir et peuvent être tentés de favoriser un soumissionnaire plutôt qu'un autre afin d'assurer leur propre emploi, que ce soit à l'égard de l'Etat ou du nouveau propriétaire. Une fois le contrat de vente conclu, leur loyauté peut passer du vendeur à l'acheteur.

L'ISC doit être consciente de ces impacts éventuels sur le résultat de la vente et s'assurer que les risques qui pèsent sur la procédure et le produit de la vente ont été identifiés et correctement gérés par le vendeur, par exemple, en établissant des orientations précises

à l'intention des cadres et employés sur la nature et la portée des communications qu'ils sont autorisés à entretenir avec les soumissionnaires.

La Section 4 des présentes directives passe en revue les aspects complémentaires soulevés lorsque les cadres et/ou employés de l'entreprise participent à leur tour à l'appel d'offres.

Directive 15
Marketing de l'entreprise

Thème

Comment l'ISC devrait-elle évaluer le marketing de l'entreprise?

Importance de la question

La réussite de la vente, qui se traduit par un prix avantageux, est d'autant plus assurée qu'il y a eu compétition entre les soumissionnaires. A cette fin, les vendeurs doivent considérer quelle est la méthode de vente la plus adaptée à la nature de l'entreprise et comment diffuser des informations complètes sur cette affaire aux potentiels soumissionnaires. Il y aura probablement d'importantes considérations légales susceptibles d'influer sur la nature du marketing, par exemple, des conditions et dispositions réglementaires régissant la publicité à donner à de telles ventes. Faute d'expérience ou de vision commerciale, les vendeurs risquent de se montrer réticents devant la réalisation d'une étude de marché complète.

Directive

L'ISC devrait examiner dans quelle mesure le vendeur a réussi à attirer l'attention des acheteurs potentiels sur l'affaire que représente l'entreprise à vendre.

Justification de la directive

La compétition ne saurait avoir lieu à moins que le vendeur prenne des mesures concrètes pour encourager la participation des soumissionnaires remplissant les conditions requises. Dans certains cas, la vente se fait par simple adjudication, lorsque le vendeur propose aux employés de présenter leur offre, qui ne sera probablement pas contestée. L'ISC devrait examiner, par exemple, si la vente de l'entreprise a fait l'objet d'annonces publicitaires dans la presse financière et commerciale, si le vendeur a examiné la possibilité de faire une bonne étude de marché afin d'identifier les acheteurs potentiels, et s'il l'a fait, quel en a été le résultat. Si la vente a seulement réussi après une ou plusieurs tentatives échouées, l'ISC devrait en examiner les raisons, les dépenses engagées au cours du processus et les leçons pouvant en être tirées et qui aideraient à prévenir de tels échecs à l'avenir.

L'ISC devrait aussi examiner si le vendeur a veillé au respect des conditions réglementaires, tant nationales qu'internationales, susceptibles d'avoir une influence sur le marketing et s'il a rempli les obligations internationales relatives aux appels d'offres pour la prestation de services publics ou l'achat d'actifs publics. L'ISC doit rester vigilante au cas

où le vendeur aurait omis de lancer une vigoureuse campagne publicitaire sous l'excuse de prétendues contraintes, compromettant ainsi l'obtention d'un bon prix de vente.

Directive 16

Informations à fournir aux soumissionnaires potentiels

Thème

Quelles informations faudrait-il fournir aux potentiels soumissionnaires?

Importance de la question

Pour une variété de raisons légitimes, notamment pour assurer la confidentialité commerciale, mais également, pour encourager des offres créatrices et compétitives, le vendeur peut préférer ne pas donner au cours de la première phase de l'appel d'offres des informations complètes relatives à l'entreprise à vendre à tous les potentiels soumissionnaires. D'autre part, il faut que le vendeur stimule la présentation d'offres initiales et minimise le risque que les soumissionnaires présélectionnés réduisent significativement le montant de leurs offres à un moment plus avancé de la procédure, lorsqu'ils auront accès à des informations complémentaires. Quel que soit le niveau des informations fournies, elles devraient être rendues disponibles à la totalité des soumissionnaires potentiels, sous peine de porter atteinte à leur confiance en l'intégrité de la procédure de vente.

Directive

L'ISC devrait examiner comment le vendeur a soupesé les avantages en décidant le niveau des informations à fournir aux soumissionnaires potentiels et s'il a garanti l'égalité d'accès de tous les soumissionnaires potentiels à ces informations.

Justification de la directive

Si le vendeur ne fournit pas des informations suffisantes et sur un pied d'égalité à tous les soumissionnaires, ceux-ci risquent de retirer leur offre, d'y apporter de sensibles réductions ou de réduire leur offre à un moment ultérieur de la procédure de vente si, par exemple, en fonction des informations qui leur sont fournies plus tard, ils estiment devoir réduire leur estimation de la valeur de l'entreprise. Si l'acheteur n'avait accès à ces informations qu'une fois la vente conclue, il pourrait engager une procédure en justice.

Directive 17

Evaluation des offres

Thème

Quelles mesures l'ISC devrait-elle prendre pour examiner comment le vendeur a évalué des offres présentées?

Importance de la question

A moins que le vendeur ait établi des critères d'évaluation des offres présentées, il risque de ne pas atteindre le meilleur résultat possible de la vente. Or, l'identification des critères les plus adaptés peut s'avérer difficile, notamment lorsque les objectifs de la vente sont contradictoires les uns avec les autres et que certains sont de nature qualitative, par exemple, assurer une impression de succès. Cependant, si les offres ne sont pas évaluées de manière consistante, le vendeur pourra difficilement prouver dans quelle mesure le résultat obtenu est conforme aux objectifs de la vente et risque d'être accusé d'avoir conduit incorrectement la procédure.

Directive

L'ISC devrait passer en revue les critères d'évaluation des offres retenus par le vendeur par rapport aux objectifs de la vente et examiner dans quelle mesure ces critères ont effectivement été appliqués à l'évaluation des offres présentées.

Justification de la directive

A défaut de critères solides pour évaluer les offres déposées, le vendeur ne sera pas en mesure d'apprécier à quel point chaque offre remplit les objectifs de la vente: en l'absence d'un plan d'évaluation des offres contenant la priorité à attribuer à chaque critère, il peut être difficile de démontrer les raisons pour la décision de choisir un certain soumissionnaire et l'équité de cette décision. Or, ceci est plus facile à dire qu'à faire, parce que normalement, les objectifs de la vente sont en contradiction les uns avec les autres et tous ne peuvent être mesurés. Dans ces conditions, les vendeurs pondèrent parfois différemment les différents critères, mais dans la pratique, la combinaison de ces critères est souvent informelle et subjective, ce qui rend difficile de juger si le vendeur a adopté une démarche cohérente pour l'évaluation de chaque offre.

Même si le vendeur réussit à appliquer avec cohérence un certain nombre de critères pondérés, l'évaluation risque de devenir trop mécaniste et d'accorder un poids excessif à des aspects mesurables (par ex., le prix) aux dépens des aspects plutôt qualitatifs qui peuvent néanmoins s'avérer très importants (par ex., le potentiel commercial des soumissionnaires), et ouvrir la voie à la spéculation et aux abus. Il y a un risque d'adopter des critères d'évaluation hyper-mécanistes lorsque le vendeur souhaite réduire les possibilités de corruption de la part des contrôleurs. Les mêmes inconvénients potentiels s'appliquent dans une certaine mesure si le vendeur, au lieu de pondérer les différents critères, choisit un objectif majeur -quantifiable- et traite tous les autres comme étant des contraintes qui doivent être respectées.

Quelle que soit la méthode d'évaluation des offres décidée par le vendeur, si elle n'est pas communiquée aux soumissionnaires, ils peuvent ne pas soumettre leurs offres de façon à satisfaire les conditions requises par le vendeur. Ces critères devraient être fonction de chaque phase particulière de la vente et éviter des rigidités susceptibles de décourager des propositions novatrices. L'ISC peut vouloir examiner le succès des solutions apportées par le vendeur à ces difficultés. Dans certains cas, l'étude de ces solutions peut être faite dans le cadre d'une vente individuelle. Dans d'autres cas, si un grand nombre de ventes directes ont été effectuées en série, il serait plus pratique pour l'ISC d'examiner les systèmes d'application des critères par le vendeur.

Le contrôle de l'évaluation des offres est probablement l'un des aspects techniques les plus exigeants du contrôle de la privatisation. L'ISC devra se doter des compétences nécessaires pour réaliser ce travail (cf. 1ère et 2ème directives).

Directive 18

Présélection des soumissionnaires

Thème

Comment l'ISC devrait-elle évaluer le mode de présélection des offres par le vendeur?

Importance de la question

Afin de conclure de façon satisfaisante les négociations, il pourra être nécessaire pour le vendeur de réduire le nombre des soumissionnaires pour mieux gérer la procédure tout en préservant une tension compétitive entre les offres les plus sérieuses.

Directive

L'ISC devrait examiner si les critères et procédures adoptés par le vendeur en vue de présélectionner les soumissionnaires ont été raisonnables et fondés dans le contexte des objectifs de la vente et comment il a établi le point d'équilibre entre négocier avec un nombre trop grand ou trop petit de soumissionnaires.

Justification de la directive

A supposer que la procédure de vente ait suscité un certain nombre d'offres initiales qui satisfont les critères de vente, le vendeur doit décider s'il convient ou non de limiter le nombre des soumissionnaires appelés à participer à la phase de vente suivante. L'expérience indique que les vendeurs procèdent à une présélection dans l'espoir d'accélérer la procédure. Et il y a une bonne raison pour le faire: plus il y aura de soumissionnaires sélectionnés pour la nouvelle phase, moins ils considéreront probables leurs possibilités individuelles de succès. Alors, réduire le nombre des soumissionnaires peut aboutir à augmenter la tension compétitive. Mais si le vendeur n'entretient pas cette tension et pousse vers la fin de la transaction, les soumissionnaires retenus pour la prochaine phase seront encouragés à réduire le montant de leur offre initiale au préjudice du produit de la vente, comme on a pu le constater à plusieurs reprises. Le vendeur doit également veiller à conserver les soumissionnaires les plus sérieux en course aussi longtemps que possible. Il pourrait par exemple arriver que l'adjudicataire retenu au bout du parcours n'ait décroché qu'une faible qualification à la première phase de l'appel d'offres. Pour ces raisons, quelques vendeurs ont conclu qu'en fonction du volume et de la complexité de la vente, ils devraient essayer de conserver au moins trois offres le plus longtemps possible en jeu. L'ISC sera tenue d'examiner ces facteurs et dans quelle mesure les décisions de présélection du vendeur ont facilité ou contrarié un résultat réussi de la vente.

En informant sur cette étape cruciale de la procédure de vente, l'ISC pourrait faire l'objet des pressions du parlement et de l'opinion publique pour révéler l'identité des soumissionnaires, le montant de leur offre et les conditions associées à leurs offres. Mais

les soumissionnaires demandent et obtiennent souvent des vendeurs l'engagement de confidentialité concernant leur identité et les détails précités, notamment pour les perdants. Dans ces cas, l'ISC devra envisager s'il existe des arguments fondés sur l'intérêt public pour sauvegarder la confidentialité de ces détails. Si l'ISC arrive à la conclusion que ces arguments sont contraignants (par exemple, pour ne pas décourager les offres concernant de nouvelles ventes), elle peut considérer la possibilité de fournir ces détails sous la forme de rapport réservé soumis au Parlement.

Directive 19

Soumissionnaires préférentiels

Thème

Quels points l'ISC devrait-elle examiner lorsque le vendeur a négocié dans les phases finales de la vente avec un seul soumissionnaire préférentiel?

Importance de la question

Les offres initiales aussi bien que celles correspondant à la deuxième étape sont souvent conditionnelles, du fait, par exemple, des difficultés rencontrées par le vendeur pour surmonter les incertitudes qui planent sur le marché concernant la vente. Dans ces circonstances, les vendeurs peuvent trouver que la seule manière de modifier les conditions d'une offre est de conférer à l'un des intéressés le statut de soumissionnaire préférentiel et d'engager avec lui des négociations exclusives afin de conclure la vente.

Directive

L'ISC devrait examiner si le vendeur a défini des critères de sélection d'un soumissionnaire préférentiel compatibles avec les objectifs de la vente et si ces critères ont été appliqués.

Justification de la directive

Le vendeur devrait pouvoir démontrer que le soumissionnaire préférentiel était sans doute le mieux placé pour remplir les objectifs de la vente, qu'il serait jugé acceptable par toutes les parties intéressées à la vente, qu'il ne retirerait pas son offre et qu'il n'exercerait pas de pressions en vue d'obtenir des réductions sensibles du prix au cours des étapes finales de la vente. L'ISC peut souhaiter vérifier si, lors de la sélection du soumissionnaire préférentiel, le vendeur a pris en considération toute difficulté susceptible de se poser durant les négociations et s'il a confirmé que le soumissionnaire en question dispose de la solvabilité financière nécessaire pour honorer les conditions de la transaction.

Directive 20

Négociations finales

Thème

Comment l'ISC devrait-elle analyser les négociations finales entre le vendeur et le soumissionnaire préférentiel?

Importance de la question

S'il est vrai qu'en octroyant un statut préférentiel à un soumissionnaire, le vendeur s'assure du retrait de ses réserves ou conditions formelles, il n'en est pas moins vrai qu'au cours des étapes finales de la négociation le soumissionnaire préférentiel pourrait mettre à profit la position de force dont il bénéficie.

Directive

L'ISC devrait examiner les mesures adoptées par le vendeur afin de se prévaloir contre le risque que le soumissionnaire préférentiel cherche, au moment crucial de la clôture de l'opération, à obtenir des réductions considérables du prix offert, de sorte que les termes finalement convenus pour la transaction ne seraient pas plus avantageux que ceux qu'aurait pu présenter tout autre soumissionnaire.

Justification de la directive

Le soumissionnaire préférentiel occupe normalement une position de négociateur exclusif vis-à-vis du vendeur, et à moins d'une soigneuse gestion de cette étape par le vendeur, le soumissionnaire préférentiel pourrait exercer des pressions pour obtenir des réductions ultérieures du prix ou toutes autres concessions, notamment des indemnités. L'ISC devrait donc examiner les précautions adoptées par le vendeur en vue de minimiser ces risques. Les mesures conservatoires pourraient comprendre: fixer un prix de réserve, sur la base d'une évaluation complète de l'entreprise (cf. 9ème directive); diffuser rapidement toutes informations qui pourraient amener les soumissionnaires à réduire la valeur estimée de l'entreprise à vendre; prendre des mesures pour préserver la tension de négociation avec le soumissionnaire préférentiel afin de clore l'opération le plus tôt possible, tout en garantissant un résultat satisfaisant; et garder les portes ouvertes aux autres soumissionnaires qui pourraient être appelés à réintégrer les négociations si le soumissionnaire préférentiel prétendait obtenir de sensibles concessions.

Section 4: Achat par la direction de l'entreprise

Directive 21

Garanties d'une concurrence équitable

Thème

Quelles garanties l'ISC devrait-elle vérifier lorsque la direction et/ou les employés, ainsi que des soumissionnaires externes, sont autorisés à participer à l'appel d'offres?

Importance de la question

Le vendeur peut souhaiter encourager la direction et/ou les employés à participer à l'appel d'offres, pour montrer par exemple aux soumissionnaires externes que l'entreprise vaut la

peine d'être achetée et pour garder une direction et des employés motivés pendant la période précédant la vente. Or, les cadres de l'entreprise connaissent ses particularités mieux que personne et à moins que le vendeur exige des garanties spéciales, cette situation risque de décourager les soumissionnaires externes, au détriment de la vente.

Directive

L'ISC devrait examiner les garanties apportées par le vendeur afin d'assurer une concurrence équitable entre le groupe d'acheteurs issus de la direction et les soumissionnaires externes, y compris en ce qui concerne l'accès aux informations.

Justification de la directive

Les cadres actuels de l'entreprise occupent une position de négociation potentiellement préférentielle. Leur connaissance profonde de l'entreprise et leur familiarité avec ses opérations, ses forces et faiblesses, sa clientèle et ses perspectives d'avenir leur donnent une vision interne de la procédure d'appel d'offres. Les cadres peuvent également essayer d'exercer un effet dissuasif sur les soumissionnaires externes en se prononçant de façon négative sur les perspectives d'avenir de l'entreprise. Afin de parer ce risque, il est conseillé au vendeur de prendre en considération l'exclusion du processus de la prise de décision des cadres / employés qui participent de façon directe ou indirecte au groupe d'acheteurs issu de la direction. Il est également conseillé au vendeur de rédiger un code d'éthique à l'intention des groupes d'acheteurs issus de la direction aux termes duquel ils sont tenus d'exprimer leur intérêt et de préciser quelles informations ils peuvent transmettre à leurs garants financiers. Une révision indépendante des informations à donner à tous les soumissionnaires pour en assurer l'exactitude pourrait aussi être effectuée.

L'ISC sera tenue d'examiner si le vendeur a garanti à tous les soumissionnaires, dans la mesure du possible, un accès équitable aux mêmes informations relatives à l'entreprise et que tous les règlements pertinents ayant trait à l'abus d'informations internes ont été dûment pris en considération. Ceci est très important si l'un des soumissionnaires est un groupe de cadres de l'entreprise. Les garanties peuvent comprendre la création d'un centre d'informations contrôlé auquel pourront avoir accès tous les soumissionnaires, afin d'assurer que le vendeur ou son représentant soit présent à toutes les réunions entre la direction de l'entreprise et les autres soumissionnaires, que les informations soient fournies de manière équitable à tous, et que toutes les informations données à l'un des soumissionnaires à sa demande sont dûment enregistrées pour ensuite les adresser également à tous les autres. De cette manière, le vendeur devrait essayer d'assurer que dans la mesure du possible les soumissionnaires externes reçoivent autant d'informations que les soumissionnaires internes sur l'historique et les perspectives d'avenir de l'entreprise. Dans quelques cas, les vendeurs ont décidé de ne pas permettre aux cadres ou aux employés de participer à une offre pour l'entreprise jusqu'à ce qu'un soumissionnaire externe préféré ait été identifié, à ce moment l'acquéreur potentiel et les cadres / employés sont autorisés à entrer dans les négociations.

Thème

Quels facteurs l'ISC devrait-elle prendre en considération pour estimer la valeur des encouragements que peut offrir le vendeur pour encourager l'offre d'achat par les cadres et/ou employés de l'entreprise?

Importance de la question

Des encouragements excessivement généreuses en vue d'encourager les offres d'achat par les cadres de l'entreprise, surtout si elles sont mal définies et confidentielles, risquent de décourager les soumissionnaires externes et de provoquer une perte de valeur.

Directive

L'ISC devrait examiner si les encouragements offerts aux groupes de cadres de l'entreprise ont dûment été étudiés, compte tenu des objectifs de la vente évalués en fonction de leur impact probable sur le produit de la vente et si les éléments essentiels ont été portés à la connaissance de tous les soumissionnaires.

Justification de la directive

Les vendeurs peuvent estimer utile d'encourager les offres des cadres de l'entreprise, afin de créer une tension compétitive vis-à-vis des soumissionnaires externes et/ou de sauvegarder les intérêts ou de protéger le moral des cadres et employés. Ces incitations peuvent prendre la forme d'une subvention applicable aux frais de préparation d'une offre, ou bien le vendeur peut décider de donner la préférence à une offre présentée par les cadres de l'entreprise à condition qu'elle représente un certain pourcentage de l'offre la plus élevée et soit satisfaisante à d'autres égards. La nature et la valeur de ces encouragements et les circonstances dans lesquelles elles peuvent être consenties devraient être soigneusement étudiées par le vendeur et ces informations portées à la connaissance de tous les soumissionnaires à l'avance, et si possible au public général, pour éviter qu'elles aient un effet dissuasif sur les potentiels soumissionnaires externes. L'ISC devrait vérifier si le vendeur a pris en considération de retirer tout soutien financier consenti au groupe d'acheteurs issu de la direction pour la préparation de l'offre au moment où le groupe a trouvé des garants financiers ou commerciaux.

Dans certains cas, les encouragements ne seront probablement pas efficaces, notamment si le groupe des cadres manque des compétences requises pour diriger l'entreprise d'une manière performante. Mais dans d'autres cas, l'offre de la direction, convenablement encouragée, peut aboutir au meilleur résultat de vente possible. Ainsi par exemple, lors de l'adjudication de dix sociétés subsidiaires d'une entreprise publique, quatre d'entre elles ont été vendues à des groupes de cadres, ce qui a permis de dégager un bénéfice au niveau de l'ensemble du produit de la vente et d'augmenter les offres des acheteurs directs par suite de la compétition vis-à-vis des groupes de direction.

L'ISC devrait examiner si les conditions de la vente ont eu pour effet que des bénéfices éventuels ont été concentrés entre les mains de quelques cadres choisis au détriment des employés ordinaires ainsi que des contribuables.

Directive 23
Meilleur prix possible

Thème

Quels éléments l'ISC devrait-elle vérifier pour confirmer si le vendeur a obtenu un bon prix de vente des cadres de l'entreprise?

Importance de la question

Nombre d'exemples largement diffusés confirment que certains groupes de direction ont acheté des entreprises pour ensuite les revendre avec des profits considérables tant pour eux-mêmes que pour leurs partenaires financiers, au bout d'une période relativement courte. De tels exemples peuvent jeter le discrédit sur les procédures de privatisation, puisqu'il est *prima facie* évident que la vente initiale de l'entreprise n'a pas obtenu le meilleur prix possible en faveur du contribuable.

Directive

L'ISC devrait examiner les mesures adoptées par le vendeur ayant trait aux critères de vente, pour éviter le risque que l'entreprise soit achetée à bas prix par le groupe des cadres, par exemple, parce qu'ils ont fait obstacle aux soumissionnaires concurrents.

Justification de la directive

Comme conséquence de leur bonne connaissance de l'entreprise, les cadres pourraient l'acquérir au plus bas prix et aux meilleures conditions, ce qui leur permettrait de la revendre pour sa véritable valeur peu de temps après. La principale garantie contre ce risque est d'assurer un processus de vente véritablement compétitif - soutenu par l'évaluation de l'entreprise par le vendeur (voir [directive 9](#)) - fondé sur un accès équitable de tous les soumissionnaires aux informations essentielles. D'autres garanties sont la désignation d'un ou plusieurs administrateurs indépendants au conseil d'administration de l'entreprise, chargés de donner au vendeur une idée claire de la viabilité et des perspectives futures de l'entreprise, qui pourrait être comparées avec celles du groupe de cadres et de tous autres soumissionnaires, et d'assurer que d'autres mesures, telles la diffusion équitable des informations auprès de tous les soumissionnaires et les précautions nécessaires pour se prémunir contre d'éventuels conflits d'intérêts, sont dûment respectées.

Il serait prudent que le vendeur exclue les groupes de direction participant à l'appel d'offres de certaines instances de prise de décisions, notamment des étapes préparatoires à la privatisation, de la restructuration des actifs et fonds propres, de toute aliénation partielle préalable à la vente principale, du refinancement du passif ou de toute autre décision d'investissement susceptible de modifier le prix de l'entreprise. L'ISC devra aussi

contrôler si le vendeur a pris en considération les rapports de contrôle de la restructuration et, plus particulièrement, les irrégularités constatées par l'ISC dans ces refinancements.

Si par exemple, la vente est la première d'une série de nouvelles ventes et que le marché semble au départ mettre en doute les chances d'une privatisation réussie, le vendeur peut juger utile de négocier une part des bénéfices que pourrait rapporter l'entreprise pendant une certaine période après la vente, en particulier si l'entreprise est revendue. Dans cet exemple, le vendeur devrait bien sûr être conscient qu'une telle décision risque d'avoir un impact négatif sur le prix auquel sera vendue l'entreprise au groupe des cadres. Dans un cas précis, une entreprise de très grande valeur gérée par un petit nombre de cadres et d'employés a été achetée par un groupe de cadres associés à des investisseurs, pour un montant équivalent à 750 millions de dollars et revendue six mois plus tard pour 1200 millions de dollars, dont le groupe des cadres a reçu un peu plus du quart des bénéfices et les partenaires financiers, le reste. L'Etat n'a nullement participé à ces profits.

Section 5: Privatisations massives

Directive 24

Formation des investisseurs publics

Thème

Quelles mesures l'ISC devrait-elle prendre pour garantir auprès du public la diffusion des informations nécessaires et la compréhension du processus des privatisations massives afin de promouvoir une large participation des investisseurs publics voulus?

Importance de la question

L'objectif général des programmes de privatisations massives est de porter le plus rapidement possible à la connaissance du public et donc, des potentiels investisseurs individuels, les actions de l'entreprise publique à vendre. Dans la plupart des pays ayant procédé à des privatisations massives, le public n'en avait auparavant qu'une expérience pauvre, voire inexistante en tant que propriétaire privé. Afin d'encourager les particuliers à devenir investisseurs, les vendeurs et d'autres conseillers doivent leur apporter une formation de base sur la procédure, le type et la qualité des actions offertes, les conséquences de la participation au capital social et les droits des actionnaires.

Directive

L'ISC devrait examiner le processus de formation du public, par le biais notamment de campagnes de sensibilisation et la mise en place de dispositifs de diffusion des informations essentielles concernant l'entreprise à vendre dans le cadre du programme de privatisations massives. L'ISC devrait s'assurer que la qualité tant du processus que des informations ait été respectée pour permettre aux potentiels investisseurs une prise de décision éclairée.

Justification de la directive

La diversification de la propriété est l'un des objectifs typiques affichés par la privatisation massive. Il vise à résoudre les inégalités de distribution de la propriété constatées dans

d'autres formes de privatisation, du fait notamment que les travailleurs et le public en général pensaient faire partie de la structure de propriété collective des anciennes économies dirigées. De ce fait, les programmes de privatisations massives cherchent à encourager la plus large participation possible du public à titre d'investisseurs. Cependant, les particuliers n'ont en général que peu d'expérience de la propriété privée et des connaissances limitées concernant la propriété des actions et les droits qui s'y rattachent. Pourtant, le succès d'un programme de privatisation massive se mesure souvent au pourcentage de citoyens ayant participé en qualité d'investisseurs. Les campagnes de formation du public et l'accessibilité à des données fiables sur les options d'investissement sont les éléments forts permettant de transformer les particuliers en investisseurs. Cependant, même dans des économies de marché avancées, la majorité des actions peuvent appartenir à des institutions ou sociétés. Aux Etats-Unis, par exemple, où les informations sont aisément accessibles, seuls 22 pour cent des habitants sont propriétaires de parts et actions.

L'ISC devrait examiner les différents types, la durée, les méthodes de divulgation et la justesse des messages lancés au cours des campagnes de sensibilisation et de formation publiques en vue de promouvoir l'investissement des particuliers. Elle devrait par ailleurs examiner si l'on a fourni des informations de base sur chacune des entreprises relevant du programme, y compris des informations fiables relatives à leurs résultats financiers, à leurs effectifs, à leur structure de direction et une description des principaux produits et marchés de chacune des entreprises. Elle doit rester vigilante pour éviter le risque que les bénéfices et profits et la position financière de l'entreprise soient surévalués et les responsabilités de la direction vis-à-vis des actionnaires incorrectement délimitées.

Directive 25
Intermédiaires

Thème

Quelles dispositions l'ISC devrait-elle prendre en vue de vérifier si la réglementation relative aux intermédiaires s'est avérée efficace?

Importance de la question

Etant donné le manque d'expérience des investisseurs individuels en tant que propriétaires privés, les intermédiaires représentent souvent la majeure partie des actions par la création de fonds d'investissement et fidéicommiss. Ils jouent un rôle important pour le développement d'un nouveau marché qui soutient la commercialisation des actions et bénéficie d'une certaine liquidité. Parallèlement, il y a pourtant le risque que les intermédiaires négligent ou ignorent les responsabilités importantes qui incombent à la direction de l'entreprise et qu'ils usent de leur connaissance du marché pour abuser de la confiance des investisseurs mal informés.

Directive

L'ISC devrait examiner le cadre légal et réglementaire régissant les opérations des intermédiaires dans les privatisations massives et s'assurer que ce cadre fonctionne conformément aux intentions.

Justification de la directive

L'une des conséquences de la privatisation massive est la création d'un marché d'intermédiaires, qui comprend fonds d'investissement, fidéicommiss et un réseau de courtiers et d'agents. Parmi ces groupes, il y en a qui possèdent une véritable connaissance des mécanismes du marché alors que d'autres font simplement semblant. Autant les investisseurs disposent d'une connaissance imparfaite de leurs droits en tant qu'actionnaires directs, autant ils peuvent mal connaître leurs droits vis-à-vis des intermédiaires. En témoigne la vaste diffusion des schémas pyramidaux d'intermédiation mis en place dans plusieurs pays qui ont entraîné de graves pertes économiques ainsi que des troubles politiques et sociaux, dont certains ont déclenché des manifestations de violence publique. Afin de sauvegarder les intérêts du public, l'Etat devrait donc mettre en place un cadre normatif régissant tant la création que les opérations de ces agences intermédiaires.

Pour se prémunir contre le risque d'exploitation des actionnaires par de tels intermédiaires, les gouvernements visent à imposer certaines obligations à chacun des types d'intermédiaires à l'égard de leurs clients et/ou actionnaires, concernant les politiques d'investissement / d'aliénation la divulgation des résultats financiers (des investissements directs ainsi que des investissements à un fonds ou fidéicommiss) et la participation à la direction de la société. L'ISC devrait passer en revue si l'organisme réglementaire chargé de veiller au contrôle et à la réalisation de ces activités s'est bien acquitté de ces responsabilités.

Directive 26
Procédure de vente

Thème

Comment l'ISC devrait-elle évaluer la transparence, l'efficacité et l'équité de la procédure de vente?

Importance de la question

La réussite d'un programme de privatisations massives dépend d'une offre et une demande suffisantes d'actions attirant l'intérêt du public. Si le processus de vente n'est pas transparent, efficace et juste, la direction des entreprises publiques à vendre ou les vendeurs publics qui contrôlent des groupes de ces entreprises pourraient retirer de la vente les plus intéressantes et rentables ou entraver et retarder considérablement la procédure. De plus, si les investisseurs particuliers avaient la perception que la procédure n'était pas conforme à ces exigences, ils seraient peu disposés à investir ou prêts à se retirer.

Directive

L'ISC devrait examiner les étapes clés de la procédure de vente, en passant par la diffusion des informations, l'appel d'offres et plus particulièrement, la soumission, l'accueil, la présélection, l'enregistrement après-vente de la propriété, la conformité

avec les exigences de la direction de l'entreprise et les formalités de lancement de ses actions sur le marché des valeurs.

Justification de la directive

Si l'objectif du gouvernement est de donner crédibilité à son programme de privatisations et d'assurer tant la participation des entreprises à vendre que l'investissement des particuliers, la procédure de vente doit être perçue par toutes les parties comme transparente, efficace et juste. Si elle n'était pas évaluée favorablement sur la base de ces critères, la participation ultérieure des investisseurs étrangers et sociétés multinationales risque d'être découragée.

Parmi les problèmes particuliers que peuvent avoir rencontrés les vendeurs, figurent l'incertitude concernant la propriété des actifs, notamment les terrains et bâtiments, un cadre normatif insuffisant ou en cours d'élaboration, des interrogations concernant la solvabilité des entreprises et la qualité de leur personnel de direction.

La procédure de vente comprend également l'inscription après-vente de la propriété. L'ISC pourrait être tenue d'examiner l'intégrité des registres des actions et le fonctionnement du cadre normatif applicable. La capacité des titulaires à acheter et vendre des actions sans l'intervention ou l'approbation de la direction de l'entreprise est également essentielle (vente libre). Finalement, il faudrait pendant la procédure de vente fournir les informations requises aux nouveaux investisseurs concernant leurs droits en tant qu'actionnaires et à la direction des sociétés récemment privatisées concernant ses obligations en tant que direction de l'entreprise. L'ISC pourrait en outre être tenue d'examiner la célérité avec laquelle les vendeurs publics ont conclu le marché.

Section 6: Vente aux enchères

Directive 27

Équité de la concurrence

Thème

Comment l'ISC pourrait-elle s'assurer que la concurrence entre les offrants soit conduite équitablement?

Importance de la question

Il faudrait énoncer des directives claires afin d'assurer qu'un nombre suffisant de concurrents dispose de l'ensemble des informations pertinentes pour participer à la vente aux enchères, qu'ils y participent de bonne foi et que la concurrence est transparente et loyale.

Directive

L'ISC devrait vérifier les méthodes adoptées visant à préparer l'entreprise en vue de sa privatisation, à recueillir et à publier les informations y relatives. Doivent y figurer l'annonce de la vente aux enchères, l'admission et l'enregistrement des concurrents, la mise à prix et le prix de réserve, afin de garantir que les formalités

de la vente aux enchères soient clairement établies et conformes aux dispositions légales, de vérifier l'égalité des chances (et de rester vigilants en particulier face au risque de collusion entre soumissionnaires), de sélectionner l'adjudicataire et de compléter rapidement la procédure de vente.

Justification de la directive

La conduite d'une vente aux enchères suppose tout d'abord l'adoption d'une méthode d'évaluation claire par les responsables. La valeur de l'entreprise ou des actifs se fonde normalement sur ses bilans, après application d'un coefficient pour inflation le cas échéant. Une mise à prix excessive peut décourager des potentiels soumissionnaires et accroître les chances de collusion entre les concurrents.

La connaissance et le soutien publics de la procédure de vente aux enchères sont importants. L'ISC devrait vérifier si les règles applicables à la procédure ont été publiées bien avant la date de soumission. Il faudrait également énoncer clairement les conditions d'accessibilité aux informations pertinentes sur l'entreprise ou les actifs à vendre, afin que les offrants potentiels agissent avec la diligence requise préalablement à la date de réception des offres. Les responsables de la privatisation adresseront souvent des informations essentielles directement aux potentiels soumissionnaires, mais le lancement de vastes campagnes de promotion et d'information permettra probablement d'élargir la base de participation. Les organisateurs de l'appel sont également tenus de préciser clairement les conditions requises pour l'admission d'un soumissionnaire. Ainsi par exemple, il faudrait définir la qualité des personnes tant physiques que morales admises à participer, ainsi que les règles applicables aux soumissionnaires étrangers.

La concurrence entre soumissionnaires devrait être transparente. Les objectifs recherchés par les concurrents sont souvent différents; l'achat des actifs peut revêtir des intérêts différents pour un investisseur étranger et pour des employés locaux. Il y a potentiellement conflit entre les soumissionnaires. Les responsables de la vente aux enchères doivent être et paraître objectifs. Une manière d'assurer l'impartialité est de nommer une commission responsable de la vente aux enchères, appelée à trancher si des irrégularités sont découvertes dans la procédure. Si une telle commission existait, l'ISC devrait vérifier si elle a été présente lors de la signature des documents de négociation et du dépôt du montant convenu pour la transaction. En cas d'utilisation de bons, leur destruction doit être supervisée.

L'ISC devra vérifier que la commission ou ceux autrement responsables de la réalisation de la vente aux enchères ont pris des mesures pour assurer que les soumissionnaires ont respecté les règles introduites pour se prémunir contre une manipulation de la vente aux enchères, par exemple, des règles exigeant que l'identité du soumissionnaire doit être indiquée.

L'ISC devra contrôler que toutes les parties aient eu accès à des informations identiques, que la méthodologie et les règles applicables à la vente aux enchères ont été clairement définies, que la procédure a été conduite par un organisme libre de tout conflit d'intérêts avec les résultats de la vente et qu'elle a été ouverte au public en général. Si ces conditions ne sont pas remplies, la crédibilité de l'équité de la procédure peut être compromise auprès des offrants et du public et la dynamique compétitive, essentielle pour une vente aux enchères réussie, risque de se perdre.

Thème

Quelles mesures l'ISC devrait-elle prendre afin d'assurer qu'une vente aux enchères aboutisse à une transaction complète sur la base du prix d'achat convenu?

Importance de la question

La procédure de vente commence par l'inscription initiale et finit par la garantie que les droits des propriétaires seront respectés. L'inscription est importante parce qu'elle permet au vendeur de limiter le groupe des concurrents et de sélectionner ceux qui seront finalement en mesure d'assumer la propriété légale de l'entreprise. A cette étape, il peut également être demandé aux soumissionnaires de souscrire un accord aux termes duquel ils s'engagent à respecter les dispositions régissant la vente aux enchères et qui prévoit des pénalités en cas d'inexécution de ces dispositions. Les directives relatives au transfert de la propriété doivent être claires tant pour l'acheteur que pour l'organisme promoteur et se fonder sur la loi. Un certain nombre de questions doivent être réglées concernant le transfert de la propriété publique à l'acheteur à l'issue de la vente aux enchères, notamment, créer un fonds (ou un compte bancaire spécifique) destiné à recevoir le produit de la vente et déterminer quels sont les organismes de l'Etat appelés à bénéficier du prix de la vente et sous quelles conditions.

Directive

L'ISC devrait examiner les procédures d'inscription et les formalités de la vente aux enchères du début à la fin et, plus particulièrement, vérifier si les adjudicataires ont été dûment encouragés à respecter leurs obligations, si le transfert de la propriété a eu lieu conformément à la loi et aux dispositions réglementaires et s'il existe des dispositions concernant le règlement des différends entre vendeurs et acheteurs.

Justification de la directive

Le résultat visé par la vente aux enchères est évident: le soumissionnaire acquiert la propriété de l'ancienne entreprise publique ou des anciens actifs publics après avoir honoré la totalité du prix. La procédure complète de la vente aux enchères n'équivaut pas pour autant à une vente et l'expérience indique que sans encouragements adéquats au moment de l'inscription initiale, l'offrant peut pousser le prix à la hausse au-delà de la valeur de marché, sans pour autant s'engager à le payer. L'ISC peut juger utile d'étudier les mesures adoptées en vue de se prémunir contre ce risque. Par exemple, dans certains pays, chaque soumissionnaire est obligé de déposer un certain montant comme cautionnement. D'autre part, l'exigence de tels dépôts peut limiter la compétition si plusieurs entreprises sont mises aux enchères en même temps. Conformément aux règles de la vente aux enchères, le dernier enchérisseur défaillant perdra les droits d'inscription qu'il a versés et l'offrant précédent aura droit à se faire adjudger l'entreprise ou l'actif pour ce prix. Ces règles et dispositions et toutes autres connexes devraient être portées à la connaissance des intéressés avant de lancer la vente aux enchères. Si le dispositif de vente et les dossiers complets n'étaient pas conformes à la loi, la vente pourrait être

considérée comme nulle et non avenue, la crédibilité des promoteurs pour mener à bien des transferts de propriété pourrait être compromise et la confiance des investisseurs sérieusement entamée.

L'ISC devra examiner comment le fonds de la vente aux enchères a été créé et contrôlé. Il faudra examiner l'affectation du produit de la vente afin de déterminer la participation des différents bénéficiaires. L'ISC pourrait aussi être tenue d'examiner dans quelle mesure la méthode de la vente aux enchères (par une procédure ouverte d'appel à la concurrence ou par des offres écrites cachetées) a maximisé les produits.

Il est important d'assister les acheteurs après la vente, car le transfert ne sera complet que quand le nouveau propriétaire aura acquis tous les droits légaux sur l'entreprise ou l'actif en question. L'établissement de dispositions permettant de régler tout éventuel contentieux entre les nouveaux propriétaires et l'ancienne direction contribueront à la conclusion du marché et renforceront la confiance publique en la procédure. En outre, les droits de revente des nouveaux propriétaires devraient être clairement énoncés afin de favoriser la confiance des investisseurs.

Section 7: Emissions d'actions

Directive 29

Rôle du vendeur

Thème

Quels éléments l'ISC devrait-elle prendre en considération pour évaluer le rôle du vendeur lors d'une émission d'actions?

Importance de la question

Même dans une économie de marché très développée, avec des marchés financiers avancés et ayant accès à des investisseurs étrangers, une vente d'actions peut être une tâche extrêmement difficile. Les émissions publiques éclipsent souvent les ventes d'actions privées, et là où elles sont en train de promouvoir un nouveau secteur de marché, il peut être semé d'incertitudes, notamment si l'entreprise n'inspirait pas la confiance du public lorsqu'elle appartenait à l'Etat. Dans ces circonstances, le vendeur est confronté à des risques contradictoires. D'une part, il pourrait sous-évaluer les actions, provoquant de ce fait une demande qui ne pourra pas être satisfaite et jettera le discrédit sur la procédure aux yeux du public qui verra comment une minorité de personnes s'enrichit aux dépens des deniers publics. Le risque contraire consiste à obtenir pour les actions un si bon prix des investisseurs que ceux-ci, se sentant dupés, auront tendance à réduire leur participation à de nouvelles émissions. Il revient au vendeur de mettre en place une stratégie de vente qui prenne en considération ces deux risques et assure un résultat que le public percevra comme une réussite et qui ouvrira la voie à de futures émissions.

Directive

L'ISC devrait examiner si le vendeur a soigneusement mis en place une stratégie d'émission d'actions compte tenu des objectifs de la privation à moyen et à long terme.

Justification de la directive

Lancer une émission, notamment dans les premières phases d'un programme national de privatisation, peut représenter un enjeu de taille. Il peut engendrer des incertitudes quant à la réaction du marché à l'offre et de véritables difficultés de cotation des actions, en particulier si l'émission suppose la création d'un nouveau créneau. L'expérience montre que lors des premières privatisations le vendeur pourra difficilement obtenir une bonne cotation de ses actions, puisque les investisseurs peuvent être en quête de primes substantielles. Mais l'expérience prouve aussi qu'une fois que l'Etat a démontré que les entreprises publiques peuvent être cotées en bourse, il gagne en confiance et en expertise et peut conclure des marchés plus avantageux pour le contribuable tout en présentant des affaires intéressantes aux investisseurs. L'ISC devrait examiner dans quelle mesure les vendeurs se sont fondés sur ces expériences pour mettre au point des stratégies assurant le succès des nouvelles émissions.

Directive 30

Gestion de l'émission d'actions par le vendeur

Thème

Comment l'ISC devrait-elle évaluer la gestion de l'émission par le vendeur?

Importance de la question

Le premier pas essentiel pour conduire une émission d'actions réussie est de partir d'une stratégie dûment préparée. Le deuxième en est de mettre cette stratégie en place au moyen d'une gestion de vente efficace. Les possibilités pour l'Etat de maximiser le produit net de la vente, ainsi que l'obtention d'autres objectifs tels que la diversification de la propriété des actions et l'émission des actions selon un échéancier prévu, tout en donnant une impression de succès dépendent, en particulier, de l'adoption de ces mesures. Les méthodes pour conduire une émission sont variées, et il n'y a pas de règle unique susceptible d'une application générale. Dans certains cas, il est probable que la vente des actions dans plusieurs étapes s'avère positive, par exemple lorsque il y a incertitude sur l'évaluation que le marché des capitaux puisse faire de l'entreprise. L'expérience acquise après la vente du premier groupe d'actions devrait permettre au vendeur de fixer avec une plus grande précision le prix des actions lors d'une deuxième émission.

Directive

L'ISC devrait-elle examiner le degré d'efficacité avec lequel le vendeur a conduit l'émission d'actions en fonction des objectifs fixés ainsi que les raisons d'une possible différence entre le prix auquel les actions ont été vendues, y compris toute

prime prévue, et le prix auquel les actions ont été vendues sur le marché après-vente.

Justification de la directive

Une gestion compétente par le vendeur peut augmenter substantiellement le profit net d'une vente d'actions. Le vendeur devrait considérer à cette fin un grand nombre de facteurs, dont l'effet peut varier d'une émission à l'autre. L'ISC devrait identifier tous les aspects essentiels de gestion de la vente par le vendeur et les inclure dans son analyse. Par exemple, le prix fixé pour les actions a-t-il été accepté par toutes les parties concernées, par exemple par la réserve d'actions (directives [31](#) et [35](#)) ou y a-t-il eu avis partagés à ces égards?

Une approche de la vente au cours des différentes étapes peut réduire le risque de commettre des erreurs dans la fixation du prix d'émission initial, car l'expérience prouve que, étant donné la tendance de l'Etat à sous-évaluer ses actions, la vente des actions par étapes peut, dans le futur, en augmenter sensiblement le produit. Dans un certain cas, toutes les actions ont été vendues en même temps; leur prix a été sérieusement sous-évalué, et l'organisme public concerné a subi de grosses pertes. Comme l'organisme a compris qu'il serait durement critiqué par l'ISC et le Parlement, il a décidé de vendre au cours de deux émissions successives importantes au début uniquement 60 pour cent des actions.

Dans les cas où les actions sont vendues par étapes, l'ISC devrait examiner si le vendeur a considéré toutes les informations disponibles sur les perspectives de l'entreprise à l'issue de la première émission et s'est basé sur ces informations pour fixer l'échéancier, le prix et le nombre d'actions pour les émissions futures. Dans le cas des deux émissions susmentionnées, dont la vente initiale n'a porté que sur 60% des actions, les 40% restants ont été vendus au cours d'une série de ventes bien planifiées qui ont rapporté au contribuable un bénéfice additionnel équivalent à 3.5 milliards de dollars EU.

Directive 31
Souscription

Thème

Comment l'ISC devrait-elle évaluer le processus de souscription au cours d'une émission d'actions?

Importance de la question

La souscription a traditionnellement joué un rôle essentiel lors d'une vente d'actions, au cours d'offres publiques tant que privées. Les principaux conseillers financiers du vendeur réunissent un groupe de souscripteurs, en général des banques d'investissement pour souscrire l'offre pour un certain prix (commission de garantie) ; c'est-à-dire, ces souscripteurs s'engagent à acheter les actions qui n'auraient pas été vendues sur le marché. En réalité, ce sont les souscripteurs qui ont souvent déterminé eux-mêmes le montant de l'offre, car ils ne conviendront pas de souscrire l'offre s'ils ne sont pas d'accord avec le prix. En général les souscripteurs ne sont pas prêts à courir des risques, raison

pour laquelle le vendeur doit payer un double prix: la commission, qui peut être considérée comme une prime-assurance, plus les produits sacrifiés, puisque les souscripteurs ne veulent pas accepter de risque réel.

Cependant, dans beaucoup de cas l'Etat vendeur peut absorber ce risque et réduire le coût de l'émission. Et il est de plus en plus normal de se passer de la souscription. L'expérience montre que le fait de renoncer aux souscripteurs n'a pas nuit au marketing des actions et les émissions ont pour cette raison rapporté des produits nets supérieurs.

Directive

En général, les gouvernements sont mieux placés pour assumer des risques. Cependant, si l'émission a été souscrite, l'ISC devrait en examiner les raisons et l'effet sur le produit net de la vente.

Justification de la directive

Au fur et à mesure que les vendeurs ont acquis plus d'expérience dans la conduite d'une émission d'actions des méthodes alternatives à la souscription ont été trouvées pour aider à la mise à prix des actions de façon à rendre probable la vente de toutes les actions offertes, tout en maximisant le produit net de la vente. Parmi ces méthodes, les institutions d'investissement et les banques sont persuadées d'indiquer, avant la détermination du prix de l'offre, le nombre d'actions qu'ils seraient prêts à acheter à de différents prix (la réserve d'actions). L'ISC devrait analyser si le vendeur a fait appel à toutes les méthodes possibles pour éviter ou de toute façon réduire le coût de la souscription, tout en visant à obtenir un bon rendement en fonction des objectifs de la vente.

Directive 32

Encouragements aux cadres et aux employés

Thème

Comment l'ISC devrait-elle évaluer l'attribution aux cadres et aux employés d'encouragements tels que des actions ou options d'actions dans le cadre d'une émission d'actions?

Importance de la question

Dans toute privatisation, il est utile d'obtenir la coopération des cadres et employés de l'entreprise ainsi que des représentants des syndicats correspondants. Il est probable que le succès de l'entreprise une fois privatisée dépende largement de leur bonne volonté et leurs efforts. En outre, beaucoup d'employés auront peur de perdre leur emploi.

L'attribution d'une partie des actions, gratuitement ou à un prix réduit, pourrait encourager la coopération de leur part. Le vendeur doit faire le point entre consentir des primes aux employés et maximiser le produit de la vente pour l'Etat, compte tenu également du fait que le lancement d'une quelconque émission d'actions pourrait constituer un précédent. Il est particulièrement important de s'assurer que la direction de l'entreprise n'exerce pas une influence indue sur les décisions relatives aux options d'actions attribuées à elle-même.

Directive

L'ISC devrait examiner quels encouragements, notamment l'attribution d'actions sous des conditions favorables, ont été consentis en faveur des cadres et employés de l'entreprise, comment leurs intérêts ont été protégés vis-à-vis des intérêts des autres investisseurs dans la société privatisée et de ceux de l'Etat et si les conditions d'attribution privilégiée, surtout celles profitant aux cadres de l'entreprise, ont au préalable été annoncées publiquement.

Justification de la directive

Pour réussir les meilleurs résultats de l'offre d'actions ou des options d'actions le vendeur devrait sopeser les contraintes particulières de cette question au regard de la nécessité de veiller à des principes de base tels que l'équité des chances (entre différents groupes d'employés), économie et consistance (entre différentes émissions).

Garantir des actions ou des options d'actions pourrait être une question délicate susceptible d'éveiller l'intérêt public et la controverse. Il s'agit donc d'une bonne pratique que le vendeur informe publiquement, avant l'offre, quels sont les groupes des cadres et employés qui auront droit à des encouragements et la nature de ces encouragements, notamment l'attribution d'actions (montant, valeur, prix ou autres encouragements). En outre, lorsque ces options peuvent réduire la résistance des employés à la privatisation, un programme d'attributions mal planifié, par exemple un programme considéré comme trop favorable aux cadres supérieurs en fonctions, pourrait produire l'effet contraire. Les cadres de l'entreprise peuvent vouloir, par exemple, que ces encouragements soient prévus compte tenu de leurs probables effets positifs sur la motivation des employés après la vente; dans ce cas, il faudrait étudier si leur coût devrait ou non retomber sur le vendeur. La divulgation est un élément important pour assurer la confiance publique dans le processus. L'ISC doit par conséquent garantir le suivi de l'exécution de ces programmes et vérifier si la cohérence a dûment été respectée, si les objectifs de l'attribution des encouragements ont été réalisés et si les intérêts des cadres et des employés ont été sauvegardés par rapport à ceux des investisseurs et des contribuables.

Directive 33

Moyens pour attirer les potentiels investisseurs

Thème

Quels éléments l'ISC devrait-elle prendre en considération pour évaluer comment le vendeur a attiré les potentiels investisseurs pour l'achat d'actions?

Importance de la question

La réussite d'une émission d'actions dépend de l'identification et de la stimulation par le vendeur de l'intérêt du groupe le plus approprié d'investisseurs, compte tenu des objectifs particuliers de l'émission en question. Les potentiels investisseurs comprennent des particuliers ainsi que des sociétés, au niveau national ou international. Il sera important d'identifier les segments du marché national ou international susceptibles de s'intéresser à ces émissions d'actions. Si le vendeur peut promouvoir une tension compétitive entre les

différents groupes de potentiels investisseurs, il sera plus en mesure d'optimiser ses chances de les vendre à un bon prix. Et à long terme, le succès dépendra d'avoir bien ciblé le type d'investisseurs qui resteront titulaires des actions et d'assurer une vaste distribution et une après-vente ordonnée. D'autre part, le programme de privatisation jouira probablement d'un appui public d'autant plus généralisé que le nombre des actionnaires sera plus élevé.

Directive

L'ISC devrait examiner dans quelle mesure le vendeur a réussi à identifier le marché potentiel de ces actions et à promouvoir la concurrence entre les différents groupes d'investisseurs.

Justification de la directive

Le vendeur peut devoir étudier si le marché local des capitaux est en mesure d'écouler la totalité des actions émises. Si la réponse est négative, il devra placer une partie au moins de ces actions sur le marché international. Si l'un des objectifs de l'émission est d'augmenter directement ou indirectement le nombre des actionnaires, le vendeur devra étudier quel est le pourcentage des actions à attribuer à des particuliers, par exemple en utilisant des actions gratuites ou en fixant des conditions spéciales (versements par tranches) afin d'attirer les petits porteurs.

Si des encouragements particuliers sont offerts aux petits porteurs, il pourrait être utile d'en prévoir d'autres (tels que des diminutions des coûts des prestations de l'entreprise), afin de fidéliser les petits actionnaires. Mais convaincre les particuliers de l'intérêt d'acheter des actions pourrait naturellement entraîner l'effet inverse en cas de baisse de la valeur des actions.

Que le vendeur veuille ou non accroître le nombre des actionnaires individuels, les émissions d'actions réussies montrent que pour obtenir le meilleur prix possible, il est conseillé de créer une tension compétitive entre les investisseurs, particuliers ou sociétés. On pourra dire aux sociétés, par exemple, que si elles ne sont pas assez dynamiques au moment de la réserve d'actions, le nombre des actions attribuées à des particuliers augmentera certainement.

Il sera plus facile d'attirer les grandes sociétés d'investissement par la méthode de la vente directe, mais il sera également possible de les intéresser à participer à l'achat par actions. L'identification des investisseurs appropriés et une large diversification de la propriété des actions peuvent avoir des incidences sur le succès d'une émission particulière et des émissions ultérieures. L'utilisation d'encouragements particuliers en vue d'attirer des groupes particuliers d'investisseurs doit donc être soigneusement examinée par l'ISC.

Directive 34
Marché de détail

Thème

Comment l'ISC devrait-elle évaluer l'efficacité de vendre des actions au détail?

Importance de la question

Lors d'une émission d'actions ciblée sur les investisseurs individuels (marché de détail), un marketing efficace est non seulement un élément essentiel pour l'obtention d'un bon prix, mais également un facteur nécessaire si le vendeur vise parmi ses objectifs à augmenter ou à renforcer la propriété des actions.

Directive

L'ISC devrait examiner si le vendeur a défini une stratégie de marketing pour vendre des actions à des particuliers, si elle était cohérente avec les objectifs de la privatisation et si elle a été mise en oeuvre efficacement.

Justification de la directive

Les vendeurs peuvent vouloir stimuler l'intérêt des particuliers à acheter des actions pour de multiples raisons, notamment pour promouvoir une plus grande propriété individuelle d'actions dans les entreprises, l'acceptation par le public du processus de privatisation, l'identification d'une nouvelle source de financement qui vient s'ajouter à celles des institutions financières et l'établissement d'un facteur de tension compétitive lors de la cotation des actions.

La planification et la formulation d'une stratégie de marketing est une bonne pratique. L'ISC devrait examiner à quel point les mesures adoptées ont été conformes à la stratégie en question. En analysant la stratégie de marketing du vendeur, l'ISC devrait prendre en considération les raisons invoquées pour promouvoir la vente des actions auprès des petits porteurs.

Il pourrait y avoir contradiction entre certains des objectifs de vente du vendeur et les objectifs du marketing. Ainsi par exemple, l'objectif de promouvoir la diversification de la propriété des actions pourrait déterminer la fixation d'un faible prix pour les actions, afin que les nouveaux actionnaires obtiennent immédiatement un résultat satisfaisant de leur investissement. Mais cet objectif serait contraire à celui de la maximisation du prix. Or, la participation des petits investisseurs ne signifie pas forcément que l'objectif d'un prix élevé soit compromis. La demande des détaillants peut être mobilisée pour exercer une pression compétitive sur les sociétés d'investissement et permettre aux actions d'atteindre des prix plus élevés, ce qui n'aurait pas été le cas autrement. Ce marketing peut comprendre des conditions d'achat particulièrement favorables réservées aux particuliers. L'ISC devrait vérifier si les coûts de ces incitations sont contrôlés et s'ils sont raisonnables par rapport aux objectifs de la vente. Il ne serait pas raisonnable, par exemple, d'offrir des encouragements importants si le seul but de la vente de détail était d'attirer des investisseurs privés sophistiqués, prêts à acheter un grand nombre d'actions.

Il existe normalement des limitations réglementaires rigoureuses concernant les informations que peut donner le vendeur aux investisseurs potentiels lors d'une émission

d'actions. L'ISC devra examiner si le vendeur a veillé au respect de ces conditions pendant la campagne de marketing.

Directive 35
Cotation des actions

Thème

Quels sont les facteurs les plus importants que l'ISC devrait prendre en considération pour analyser comment les actions ont été cotées lors d'une émission?

Importance de la question

Les incertitudes du marché, associées au besoin d'assurer le succès de la vente, souvent assujettie à des délais rigoureux, risquent de conduire à une sous-évaluation des actions entraînant une souscription excessive et par conséquent, le découragement des investisseurs ainsi qu'une perte de valeur de la vente par le vendeur.

Directive

L'ISC devrait analyser les mesures adoptées par le vendeur pour déterminer la demande probable pour les différentes tranches de prix et évaluer à quel point les principes généralement admis ont été appliqués dans les circonstances de la vente en question, pour fixer le volume de l'émission et le prix de vente des actions.

Justification de la directive

Une hausse significative du prix des actions après la vente, supérieure au taux général d'augmentation des prix, peut refléter soit une faible concurrence lors de la vente, soit une sous-évaluation des actions par le vendeur, voire les deux. Lors d'une émission d'actions, il est probable que le vendeur poursuivra plusieurs objectifs incompatibles entre eux, ce qui aura une influence sur la fixation du prix des actions. Le vendeur pourrait vouloir, par exemple, maximiser le produit de la vente, mais il peut aussi s'intéresser à vendre l'entreprise selon les délais publiés ou à diversifier et à renforcer la propriété des actions chez les particuliers. Or, l'existence d'objectifs opposés ne peut excuser le vendeur de garantir le meilleur prix de vente possible pour l'entreprise.

L'expérience a permis aux vendeurs d'utiliser de manière de plus en plus efficace des stratégies de plus en plus sophistiquées pour créer une tension compétitive chez les investisseurs, que ce soit des personnes physiques ou morales, nationales ou étrangères, et pour évaluer le sérieux de la demande pour les différentes tranches de prix. Ceci conduira le vendeur à fixer les prix qui permettront d'optimiser les résultats. Ces méthodes comprennent la cotation, procédé selon lequel les actions sont cotées à la fin de la période de l'offre, sur la base des offres compétitives des investisseurs, qui sont priés d'indiquer le nombre d'actions qu'ils seraient prêts à acheter pour les différentes tranches de prix. À la fin de cette procédure, il est possible de déterminer un prix fondé tant sur la demande des investisseurs que sur les mouvements du marché des valeurs jusqu'à la clôture de l'émission. Cette méthode diffère de celle de la vente des actions à des intermédiaires qui les revendent ensuite à des investisseurs à un prix garanti, mais sans indication ferme de

leur part de leur demande pour des prix divers. Dans ces circonstances, le prix de vente risque sérieusement de ne pas avoir atteint le maximum possible (cf. 31ème directive).

Même si le vendeur s'est renseigné auprès des meilleurs conseillers et emploie les meilleures techniques disponibles pour coter les actions et maximiser les résultats de la vente d'une façon compatible avec les autres objectifs visés, il peut s'avérer impossible de le faire en toute confiance, si par exemple, il n'y a pas d'acheteurs pour les actions en question. Ce facteur a été à l'origine de réductions importantes de la valeur des actions pour un certain nombre d'émissions majeures. Dans ces circonstances d'incertitude, il serait peut-être plus prudent pour le vendeur de vendre ses actions par tranches (cf. 30ème directive).

Directive 36
Attribution des actions

Thème

Quels éléments l'ISC devrait-elle étudier pour évaluer comment le vendeur a attribué les actions aux investisseurs?

Importance de la question

Pour assurer le meilleur prix possible des actions, le vendeur peut vouloir créer une tension compétitive entre les divers groupes de potentiels investisseurs. Une méthode possible consiste à annoncer des politiques d'attribution avant la vente, qui implique une limitation de la disponibilité des actions. Le fait d'annoncer une politique d'attribution des actions à de potentiels investisseurs à long terme peut également contribuer à créer une tension compétitive, car cette mesure peut estomper la perception du risque que les actions puissent être revendues aussitôt après l'émission, obtenant ainsi un bénéfice rapide.

Si le procédé d'attribution des actions n'est pas soigneusement conduit et que leur attribution n'est pas considérée comme juste par les investisseurs en général, la crédibilité du vendeur peut être entamée et avoir des effets négatifs sur les ventes futures.

Directive

L'ISC devrait analyser si le vendeur a gardé le contrôle de l'attribution des actions, quels ont été ses critères d'attribution, s'il les a effectivement appliqués et si les attributions ont été faites d'une manière impartiale et systématique, conformément aux critères établis.

Justification de la directive

Le vendeur est tenu de distinguer trois groupes principaux de potentiels investisseurs lors d'une émission d'actions: les personnes morales, les particuliers et les investisseurs étrangers. La politique d'attribution dépendra des objectifs de la vente. Par exemple, la vente d'une part considérable des actions mises en vente lors de privatisations importantes peut être un aspect essentiel de la politique gouvernementale qui vise à

diversifier la propriété des actions. Les mesures adoptées pour attirer les investisseurs individuels peuvent être une caractéristique essentielle des émissions majeures, dont le but est d'encourager des offres réalistes par les sociétés d'investissement (tension compétitive). Les vendeurs chercheront à promouvoir un grand nombre de souscriptions dans le but d'assurer le meilleur prix possible.

Dans de telles circonstances, il sera impossible pour certains investisseurs non seulement d'acheter la totalité, mais d'acheter une seule des actions offertes et les vendeurs seront tenus de préciser clairement leur politique d'attribution avant la vente, pour s'assurer que les investisseurs comprennent les bases sur lesquelles seront adjudgées les actions.

Directive 37
Stabilisation du marché

Thème

Quels facteurs l'ISC devrait-elle prendre en considération si elle décidait d'analyser les mesures les plus aptes à stabiliser le prix de marché des nouvelles actions à la suite d'une émission ou d'une vente secondaire?

Importance de la question

A moins que le vendeur parvienne à rassurer le marché en affirmant l'improbabilité d'une chute des prix à la suite d'une émission d'actions ou d'une vente secondaire importante, il sera difficile de maximiser le prix de vente de ces actions.

Directive

L'ISC devrait déterminer le résultat de toute activité de stabilisation du marché, quelle importance le vendeur a accordée aux différentes possibilités de stabilisation du marché disponibles, en application des normes régissant les opérations de ce marché, de quelle manière toute opération de stabilisation a été financée et comment les risques et les bénéfices / pertes résultant des opérations ont été partagés.

Justification de la directive

Des mesures de stabilisation du marché ont été adoptées pour des ventes majeures d'actions y inclus l'émission globale faisant appel public à l'épargne, simultanément avec des systèmes tels que la réserve d'actions (voir [directive 33](#)). Ceci se fait car les investisseurs dans des entreprises - dont beaucoup peuvent être cruciales pour l'économie - réclament, en échange d'un prix plus élevé pour ces actions qu'ils n'auraient pas payé autrement, une garantie que ce prix ne chutera pas aussitôt après la vente.

Bien qu'il soit possible de limiter le risque qu'une vente générale produise une chute du prix des actions après la privatisation, en vendant des actions à des investisseurs à long terme, il reste que l'on peut ultérieurement donner aux investisseurs une garantie supplémentaire de stabilité du marché, en adoptant des mécanismes de stabilisation qui permettront au vendeur ou à son représentant d'acheter sur le marché des valeurs une

partie des nouvelles actions émises au prix fixé par le vendeur, pendant une certaine période après la vente. Ces mesures doivent, bien sûr, respecter les dispositions locales régissant le marché des valeurs et d'autres dispositions légales, afin d'assurer que le vendeur ne puisse être accusé de manipuler le marché. Lors de plusieurs ventes importantes d'actions ces mesures se sont avérées assez efficaces et ont contribué à assurer la vente des actions pour un bon prix. Dans un cas, les vendeurs sont cependant restés en possession de quelques-unes des actions qu'ils avaient eu l'intention de vendre, ce qui a diminué leur produit immédiat de la vente, mais ils ont été en mesure de vendre les actions plus tard avec une prime suffisante.

Les mécanismes de stabilisation peuvent comprendre une gamme de possibilités. Par exemple, l'institution s'occupant de la vente au nom du vendeur (connu comme le coordonnateur global) peut, parfois en coopération avec le syndicat d'intermédiaires financiers sous sa direction se charger de soutenir le prix d'émission après la vente en échange d'un pourcentage de l'offre. Un autre exemple serait un coordonnateur global qui a le droit mais non pas l'obligation d'acheter des actions supplémentaires du vendeur au prix fixé par le vendeur pendant, disons 30 jours après la date de l'attribution des actions.

Section 8: Coûts de vente

Directive 38

Recrutement de conseillers externes

Thème

Quels facteurs coûts/bénéfices l'ISC devrait-elle examiner pour évaluer le choix par le vendeur de ses conseillers externes lors de la vente?

Importance de la question

Pour conduire une vente, il est possible que les vendeurs sollicitent l'avis de conseillers externes spécialisés. Ces services seront probablement coûteux, tant en termes absolus qu'en pourcentage du produit de la vente. La liste des conseillers peut être longue et inclure des conseillers financiers, juridiques et bancaires, des coordonnateurs généraux en cas d'émissions d'actions importantes, des imprimeurs et des spécialistes du marketing. Les vendeurs sont donc tenus de spécifier le type de prestations externes requises et de l'indiquer expressément dans le contrat correspondant. Afin de garantir le meilleur rendement possible et de prouver que le conseiller a été dûment choisi, la nomination des conseillers par le vendeur devrait se faire selon une procédure compétitive.

Directive

L'ISC devrait évaluer à quel point le vendeur a sérieusement analysé les compétences des conseillers externes et s'il les a désignés à l'issue d'une procédure compétitive, compte tenu du prix et de la qualité des services offerts.

En cas d'absence de procédure compétitive ou de procédure compétitive limitée, l'ISC devrait évaluer si le vendeur s'est fondé sur des raisons de rentabilité exceptionnelle pour justifier de telles nominations.

Justification de la directive

Selon la pratique généralement admise, les conseillers externes sont désignés à l'issue d'une procédure compétitive. Une concurrence efficace exerce une pression sur les conseillers externes et les force à présenter leurs offres de services pour un prix minimum. Cette procédure peut également concentrer les efforts des potentiels conseillers externes sur la meilleure façon d'atteindre les objectifs de la vente, tout en permettant aux vendeurs d'analyser en profondeur leurs besoins et de mettre au point leurs critères de sélection. De plus, une procédure compétitive peut mettre les vendeurs à l'abri des accusations de favoritisme au moment des désignations. Dans un cas, par exemple, des contrats de consultation pour une valeur de 6 millions de dollars EU ont été directement adjugés à un bureau d'études dont l'un des directeurs de l'entreprise avait été le principal associé. Cependant, s'il est impossible d'éviter que des conseillers soient désignés sans une procédure compétitive, les vendeurs devraient au moins être en mesure de prouver comment ils ont cherché à pallier les inconvénients des désignations directes, notamment en ce qui concerne la négociation des honoraires des conseillers.

Avant de procéder à leur désignation, il convient en général que les vendeurs analysent en profondeur leurs propres besoins avec un grand nombre de conseillers potentiels. Les ventes les plus avantageuses sont souvent celles où des connaissances financières, juridiques et commerciales de haute qualité ont eu un impact positif sur le produit de la vente, ou bien celles présentant des problèmes techniques difficiles à résoudre avant le lancement de l'entreprise sur le marché.

Pour évaluer la qualité des services consultatifs, les vendeurs doivent analyser les antécédents des potentiels conseillers, notamment leur connaissance de la procédure de vente en question, et s'ils ont mis au point des techniques de vente appropriées qui se sont traduites par des résultats favorables pour les vendeurs. Ceci peut être particulièrement important pour le choix de conseillers financiers principaux. Il faudrait considérer, par exemple, s'ils ont réussi à vendre à un bon prix des entreprises à des potentiels investisseurs et ce, en minimisant les primes et autres coûts, notamment les commissions de vente, frais d'imprimerie et de publication, etc.

Directive 39

Préparation et contrôle des devis présentés par les conseillers externes

Thème

Comment l'ISC devrait-elle s'y prendre pour évaluer si un vendeur a dûment calculé et contrôlé les coûts des services des conseillers externes?

Importance de la question

Il est probable que les privatisations, notamment les émissions d'actions importantes et les ventes directes complexes, exigent une planification coordonnée et un projet de gestion rigoureux de la part des vendeurs et de leurs conseillers externes. Des imprévus peuvent surgir à tout moment entraînant des modifications des plans et une hausse des coûts. Après désignation des conseillers externes et définition de la stratégie de vente, les

vendeurs doivent gérer les coûts de mise en route de cette stratégie sur la base de directives précises de contrôle budgétaire.

Directive

L'ISC devrait évaluer dans quelle mesure le vendeur a établi des devis contractuels appropriés fondés sur une planification sérieuse, a analysé les résultats par rapport aux devis et à l'obtention des objectifs de vente fixés, a négocié avec succès avec les conseillers externes toute modification des devis suite à des imprévus et s'est assuré que tous autres frais particuliers, notamment les honoraires sur résultats payés aux conseillers financiers sont justifiés par rapport aux prestations rendues.

Justification de la directive

Les coûts des services consultatifs peuvent être importants et exigent donc du vendeur une gestion et un contrôle efficaces s'il veut s'assurer des prestations de qualité.

Les devis correspondants devraient donc être préparés sur la base des accords passés avec les conseillers et des plans de travail prévus. Dans un cas, par exemple, les émoluments payés par le vendeur ont été sensiblement supérieurs à ceux indiqués dans le devis, car les informations fournies aux experts comptables consultés s'étant avérées nettement insuffisantes, leur travail s'est étendu bien au-delà du travail prévu. Les émoluments versés aux conseillers externes doivent être fixés en fonction des stipulations contractuelles approuvées lors de la désignation. Les versements devraient tenir compte de toute clause spéciale, notamment celles relatives aux modifications du contrat pour circonstances imprévues. Les performances devraient être périodiquement analysées en fonction du devis par une personne désignée à cette fin.

Les vendeurs n'accordent pas toujours la priorité voulue au contrôle des coûts contractuels, en particulier lorsque les honoraires des conseillers sont payés à l'heure ou à la journée et qu'aucune limite n'est fixée pour le total des honoraires. Ceci augmente les risques de dépenses imprévues, souvent engagées par manque de préparation et d'analyse attentive des devis. L'ISC est tenue de contrôler si, en termes de résultat final, les sommes payées aux conseillers dépassent les prévisions initiales, auquel cas l'efficacité de la préparation des devis et la solidité des mesures adoptées par le vendeur pour contrôler les sommes versées aux conseillers pourraient être contestées. Si le conseiller demandait pour ses services des honoraires plus élevés que prévus, l'ISC devra vérifier si le vendeur a essayé de minimiser les coûts supplémentaires en négociant par exemple des honoraires moins élevés ou une rémunération maximum en cas d'un élargissement du contrat.

Parfois certains contrats passés avec des conseillers financiers principaux stipulent le paiement d'honoraires sur résultats, une fois la vente conclue. Il faut alors attacher une attention toute particulière à la base de calcul des honoraires, s'ils sont fonction du surplus par rapport à l'estimation de référence, notamment si celle-ci a été faite par les conseillers en question. Si tel est le cas, l'ISC devra contrôler si le vendeur a fait valider cette estimation de référence par un expert reconnu.

Directive 40
Mode de calcul du coût total

Comment l'ISC devrait-elle calculer et présenter les coûts encourus par le vendeur au cours d'une privatisation?

Importance de la question

Les coûts encourus par le vendeur lors d'une privatisation peuvent représenter un pourcentage considérable du produit brut de la vente et doivent être contrôlés par le vendeur, qui en est le responsable. Si les méthodes pratiquées par l'ISC pour évaluer les coûts d'une privatisation ne sont pas fiables et comparables, il sera difficile de déterminer avec une précision raisonnable l'incidence financière des différentes mesures adoptées. La présentation par l'ISC d'informations pertinentes et transparentes sur les coûts encourus par le vendeur pour la conduite de la privatisation est importante, en vue de:

- la comptabilité courante, puisqu'un grand nombre d'actionnaires s'intéressera à l'évaluation que l'ISC pourrait faire de la conduite de la vente d'actifs à haut profil et d'une grande importance économique;
- la politique publique future, pour savoir par exemple si les privatisations futures pourront produire les résultats financiers prévus, étant donné les coûts de vente engagés;
- la gestion future des procédures de vente, en analysant par exemple le rapport entre les commissions internationales de vente et les offres publiques initiales; et
- la garantie que les coûts de vente ont été raisonnables par rapport au produit obtenu.
- faciliter une évaluation du produit de la vente en fonction des bénéfices quantifiables et non-quantifiables.

Directive

L'ISC devrait chercher à identifier, à analyser et à divulguer les coûts directement imputables à la procédure de vente.

Justification de la directive

L'ISC est censée informer sur les ressources publiques employées pour faciliter la vente et suggérer les moyens permettant d'améliorer les procédés administratifs visant à maximiser les revenus nets totaux des ventes futures. Un élément essentiel est l'application par l'ISC d'une méthodologie appropriée pour l'évaluation des coûts. Or, l'identification des coûts directement attribuables à la vente est rarement une tâche facile. L'ISC est souvent forcée d'appliquer des critères qualitatifs, étant donné les difficultés que pose la distinction entre coûts réels de vente et autres dépenses associées, par exemple, à la restructuration de l'entreprise. Toutefois, si les coûts de gestion d'une privatisation ne peuvent être identifiés avec précision, ceci peut limiter la capacité de l'ISC à déterminer dans quelle mesure les principaux objectifs de la vente ont été atteints.

Pour effectuer cette analyse, l'ISC devrait considérer le rapport entre les divers types de coûts impliqués par la vente, notamment les coûts de restructuration y associés; établir des critères pour déterminer s'ils sont directement attribuables à la vente (par exemple, les

honoraires des conseillers); évaluer tous les coûts associés à la procédure de vente pour déterminer si ceux qui ne peuvent être directement imputés à une seule activité pourraient l'être à la procédure de vente elle-même; calculer et comparer les coûts de vente et le produit de la vente; et considérer si, à la lumière des coûts encourus, la transaction a été rentable par rapport à d'autres options, par exemple, ne rien faire ou fermer l'entreprise.