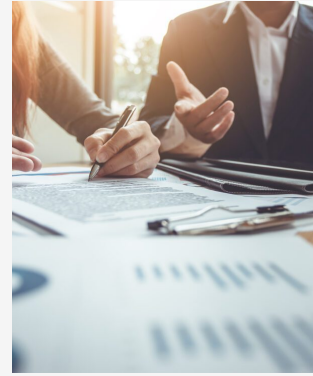


Le Tribunal des marchés financiers de l'Ontario précise les facteurs relatifs à un placement privé dans le contexte d'une offre publique d'achat non sollicitée dans Aimia



11 MARS 2024 12 MIN DE LECTURE

Expertises Connexes

- [Fusions et acquisitions](#)
- [Gouvernance d'entreprise](#)
- [Litiges](#)
- [Litiges en droit des sociétés et des valeurs mobilières](#)
- [Litiges en droit des sociétés et en droit commercial](#)
- [Marchés financiers](#)

Auteurs(trice): [Alex Gorka](#), [William Heisey](#), [Brett Anderson](#), [James R. Brown](#), [Teresa Tomchak](#), [Jeremy Fraiberg](#)

Le 11 mars 2024, le Tribunal des marchés financiers de l'Ontario (le « Tribunal ») a publié les [motifs](#) (PDF) de son ordonnance datée du 14 décembre 2023 rejetant la demande de Mithaq Capital Inc. (« Mithaq ») visant à prononcer une ordonnance d'interdiction d'opérations relativement au placement privé réalisé par Aimia Inc. (« Aimia ») en octobre 2023^[1]. Mithaq a affirmé que le placement privé était une mesure de défense inappropriée destinée à contrecarrer son offre publique d'achat sur Aimia. Le Tribunal a conclu que le placement privé répondait au besoin sérieux et immédiat de financement d'Aimia et qu'il n'avait pas été planifié ou modifié en réponse à l'offre de Mithaq ou en prévision de celle-ci. Bien que le placement privé ait modifié la dynamique de l'environnement de l'offre d'une manière défavorable à Mithaq, le Tribunal a estimé que cet aspect était secondaire par rapport à l'objectif principal et ne justifiait pas de s'ingérer dans le placement privé.

La décision porte également sur la position du Tribunal de ne pas annuler une décision de la Bourse de Toronto (la « TSX ») approuvant le placement privé ainsi que sur le rejet par le Tribunal de la demande d'Aimia visant à empêcher Mithaq d'effectuer des achats sur le marché pendant la durée de son offre publique d'achat.

La décision fournit des indications utiles pour déterminer si un placement privé effectué dans le cadre d'une offre publique d'achat constitue une mesure de défense inappropriée et illustre que, dans des circonstances appropriées, des actions diluées peuvent être émises.

Contexte

Aimia et Mithaq ont eu une longue histoire marquée par l'animosité et le désaccord, qui comprend une course aux procurations et un litige, avant l'annonce d'un placement privé par Aimia.

Cette annonce fait suite à des mois de négociations ainsi qu'à l'approbation conditionnelle de

la TSX, qui a été accordée le 28 septembre 2023. Le 5 octobre 2023, avant que le placement privé ne soit annoncé publiquement, Mithaq a effectué une offre en espèces non sollicitée portant sur toutes les actions ordinaires en circulation d'Aimia.

Le 11 octobre 2023, après avoir examiné l'incidence de l'offre publique d'achat de Mithaq, la TSX a décidé de maintenir sa décision d'approuver conditionnellement le placement privé et a ajouté une condition selon laquelle Aimia devait donner un préavis au marché avant la clôture. Le 13 octobre 2023, Aimia a annoncé publiquement son intention de conclure le placement privé le 19 octobre 2023. Si le placement privé était entièrement souscrit, cela correspondrait à une dilution totale de 24,89 % des actions ordinaires en circulation d'Aimia. La société a indiqué que le produit du placement privé était destiné à financer les activités d'Aimia au cours des 12 à 24 mois suivants, à soutenir son plan d'investissement stratégique et à faire face à d'autres imprévus. Dans le cadre du placement privé, le groupe d'investisseurs a reçu certains droits de gouvernance, y compris des droits de nomination au conseil d'administration.

Mithaq a demandé au Tribunal de prononcer une ordonnance d'interdiction d'opérations relativement au placement privé au motif qu'il s'agissait d'une mesure de défense inappropriée destinée à contrecarrer son offre et d'annuler la décision de la TSX visant à approuver le placement privé sans l'approbation des actionnaires. À la suite d'une première instruction accélérée, le Tribunal a autorisé la clôture du placement privé en s'engageant à l'annuler s'il concluait au final qu'il s'agissait d'une mesure de défense inappropriée.

Décision du Tribunal

Le Tribunal a fourni des motifs longs et détaillés qui l'ont amené à conclure qu'il n'y avait pas lieu de prononcer une ordonnance d'interdiction d'opérations et d'annuler le placement privé. Le Tribunal a appliqué les exigences de l'Instruction générale 62-202, *Mesure de défense contre une offre publique d'achat* (IG 62-202) et le test énoncé dans l'affaire *Hecla Mining Company (Re)* (Hecla), dont il a été question dans notre précédent [bulletin](#), pour déterminer si le placement privé constituait un abus manifeste à l'égard des actionnaires d'Aimia ou des marchés financiers. Le Tribunal s'est demandé si la norme de l'« abus manifeste » devait être maintenue à la lumière des modifications apportées à la *loi sur les valeurs mobilières* (la « loi »), en particulier celles relatives aux objectifs de la loi, mais il n'a pas exprimé d'opinion sur cette question en fin de compte. Le Tribunal a conclu que le placement privé servait principalement à répondre au « besoin sérieux et immédiat » de financement d'Aimia et que « les objectifs initiaux et principaux du placement privé étaient liés à un besoin de financement plutôt qu'à une offre existante ou prévue ». Cependant, le Tribunal a également fait remarquer qu'« au fil du temps, le placement privé a acquis un caractère défensif ».

En appliquant l'analyse Hecla, le Tribunal a d'abord évalué si le placement privé n'était pas « clairement une mesure de défense », auquel cas les principes indiqués dans l'IG 62-202 ne s'appliqueraient pas. Le Tribunal a reconnu que c'est normalement au demandeur, Mithaq, qu'il incombe d'établir ce fait, mais qu'à la première étape, le fardeau pourrait être transféré à Aimia si Mithaq était en mesure de démontrer que l'incidence du placement privé sur l'environnement de l'offre était importante. Pour évaluer l'importance relative, le Tribunal a pris en compte l'incidence du placement privé sur le coût de l'offre, la probabilité de réussite de l'offre et les autres offres potentielles. Comme le Tribunal a conclu qu'il y avait une incidence importante et qu'Aimia n'a pas établi que le placement privé n'était manifestement pas une mesure de défense, le Tribunal a conclu que les principes énoncés dans l'IG 62-202 s'appliquaient et que ces principes devaient être appliqués pour décider s'il y avait lieu de prononcer une ordonnance d'interdiction d'opérations relativement au placement privé.

En évaluant le placement privé, le Tribunal a tenu compte du fait qu'Aimia avait commencé à planifier le placement privé plusieurs mois avant l'annonce de l'offre de Mithaq, à un moment

où il n'y avait aucune raison de croire qu'une offre publique d'achat était imminente et qu'Aimia avait un besoin « sérieux et immédiat » de financement, qui était étayé par la preuve de la situation de trésorerie d'Aimia, sa difficulté à obtenir du financement par emprunt et l'avis de son conseiller financier. Fait important, le Tribunal a déterminé que le terme « immédiat » ne signifie pas nécessairement qu'il y a urgence, mais qu'il laisse entendre que le besoin existe actuellement, plutôt que d'être hypothétique.

Le Tribunal a également conclu que, même si le placement privé a fini par modifier l'environnement de l'offre de manière défavorable pour Mithaq, ce résultat était « secondaire par rapport à l'objectif principal » d'obtenir du financement pour les besoins de liquidités actuels et prévus d'Aimia et n'était pas suffisant pour justifier l'ordonnance d'interdiction d'opérations relativement au placement privé.

Le Tribunal a évalué divers facteurs pour rendre sa décision, notamment si le placement serait bénéfique pour les actionnaires d'Aimia, dans quelle mesure le placement modifiait la dynamique de l'offre préexistante, la relation des investisseurs par rapport à Aimia et entre eux, si les points de vue des autres actionnaires d'Aimia devaient influencer la décision et si le conseil d'administration d'Aimia avait pris en compte de manière appropriée l'interaction entre le placement privé et l'offre publique d'achat de Mithaq.

Après avoir appliqué la première étape de l'analyse Hecla et conclu qu'Aimia ne pouvait démontrer que le placement privé n'était manifestement pas une mesure de défense, le Tribunal est passé à la deuxième étape. La deuxième étape consiste en un test d'équilibre multifactoriel entre les objectifs d'affaires liés au placement privé et l'intérêt de faciliter le choix des actionnaires (c'est-à-dire si le placement privé empêcherait les actionnaires d'Aimia de choisir l'offre de Mithaq).

Dans la deuxième étape de l'analyse Hecla, le Tribunal a conclu que, bien que le placement privé ait eu une incidence sur l'environnement de l'offre, cette incidence a finalement été compensée par l'avantage du placement privé pour les actionnaires d'Aimia. Deux éléments importants ont permis d'arriver à cette conclusion : le besoin avéré de financement d'Aimia et le fait que presque toutes les étapes associées au placement privé, y compris l'approbation de la TSX, ont précédé l'annonce de l'offre publique d'achat de Mithaq. Par conséquent, le Tribunal a conclu que le placement privé ne constituait pas un « abus manifeste » au sens de la norme de Hecla.

Le Tribunal a conclu que Mithaq n'avait pas établi que le placement privé constituait un abus, et encore moins un abus manifeste (la norme établie dans le cadre de l'analyse implique une offre publique d'achat). Le Tribunal a également estimé que, hormis le test Hecla, Mithaq ne l'avait pas convaincu que les circonstances étaient suffisantes pour justifier l'exercice de la compétence en matière d'intérêt public.

Dans sa décision, le Tribunal a également conclu qu'il n'y avait aucune raison de s'opposer à la décision de la TSX, estimant que celle-ci avait été prise de façon consciencieuse et ne contenait aucune erreur de principe, et qu'aucune preuve nouvelle et convaincante n'avait été apportée qui n'avait pas été présentée à la TSX. Le Tribunal a réitéré que la TSX n'a généralement pas l'obligation de mener une enquête ou de faire preuve de diligence raisonnable.

Le Tribunal a effectivement réitéré ses conclusions et appliqué l'analyse Hecla, confirmant que l'évaluation d'un placement privé dans le contexte d'une offre publique d'achat non sollicitée sera fortement axée sur les faits. En l'espèce, bien que le placement privé ait eu une incidence négative sur l'offre de Mithaq, Aimia et ses actionnaires en ont tiré des avantages évidents qui ont amené le Tribunal à conclure qu'il ne constituait pas un abus manifeste.

Prise en compte de l'exemption de 5 % et d'un autre recours

En réponse à la demande de Mithaq concernant une ordonnance d'interdiction d'opérations relativement au placement privé, Aimia a également sollicité une ordonnance du Tribunal pour refuser à Mithaq la possibilité d'effectuer des achats sur le marché pendant la durée de son offre publique d'achat. Mithaq a également demandé une déclaration selon laquelle elle serait autorisée à se prévaloir de l'exemption de 5 % et que les actions du placement privé ne soient pas prises en compte dans le nombre d'actions en circulation en vue de satisfaire à l'obligation de dépôt minimal de 50 % ou à toute exigence d'approbation par les actionnaires minoritaires d'un regroupement d'entreprises en deux étapes.

Le régime d'offres publiques d'achat permet à un soumissionnaire d'acquérir jusqu'à 5 % des titres en circulation de la catégorie de titres faisant l'objet de l'offre au moyen d'opérations sur le marché pendant la durée de l'offre, à condition qu'un certain nombre de conditions soient remplies. Aimia a cherché à faire rejeter cette exemption des exigences relatives aux offres publiques d'achat au motif que l'offre de Mithaq était assortie de conditions trop strictes et que, selon elle, elle ne pouvait être considérée comme ayant été faite de bonne foi. Aimia a fait valoir que Mithaq ne devrait pas pouvoir utiliser cette offre pour accroître sa participation.

Après le retrait de deux conditions de l'offre de Mithaq, le Tribunal a conclu qu'il ne serait pas dans l'intérêt public de refuser à Mithaq l'accès à l'exemption de 5 %.

Le Tribunal a réitéré ses déclarations faites dans l'affaire *ESW Capital, LLC (Re)*, comme indiqué dans notre précédent [bulletin](#), à savoir que la prévisibilité est importante et qu'il doit faire preuve de prudence en accédant aux recours qui modifient le régime d'offre mis au point avec soin, et que de tels recours ne peuvent être acceptés qu'en cas de circonstances exceptionnelles ou de conduite abusive ou inappropriée. Le Tribunal a également refusé d'accéder à l'autre recours de Mithaq.

[i] Eagle 1250 Investments Group LLC, l'investisseur principal du placement privé, s'est vu accorder le statut d'intervenant dans le cadre de la procédure. Osler, Hoskin & Harcourt LLP a représenté l'investisseur principal dans le cadre du placement privé et de la procédure devant le Tribunal.