

Les plus grandes fusions et acquisitions publiques et l'évolution de la course aux procurations en 2017

13 DÉCEMBRE 2017 11 MIN DE LECTURE

Expertises Connexes

- [Fusions et acquisitions](#)
- [Gestion de placements](#)

Auteurs(trice): [Jeremy Fraiberg](#), [Douglas Marshall](#)

Bien que le nombre de fusions et d'acquisitions au Canada en 2017 soit légèrement plus élevé qu'en 2016, la valeur totale des opérations est légèrement inférieure, témoignant ainsi du fait que relativement peu d'opérations de grande envergure ont eu lieu. De la même façon, le nombre de courses aux procurations qui se sont conclues par un vote des actionnaires a chuté. Néanmoins, nous avons assisté à quelques changements importants d'ordre juridique. Nous examinons ci-dessous les principaux.

Avis du personnel de l'ACVM sur les opérations donnant lieu à un conflit d'intérêts important

Dans un important [Avis du personnel](#) (l'avis) publié le 27 juillet 2017, le personnel des autorités en valeurs mobilières de l'Ontario, du Québec, de l'Alberta, du Manitoba et du Nouveau-Brunswick (le personnel) a annoncé son intention de soumettre les opérations donnant lieu à d'importants conflits d'intérêts et qui sont régies par le *Règlement 61-101 sur les mesures de protection des porteurs minoritaires lors d'opérations particulières* (le Règlement 61-101) à un examen réglementaire plus rigoureux. Les opérations donnant lieu à d'importants conflits d'intérêts seront dorénavant examinées en temps réel pour en évaluer la conformité aux obligations prévues par le Règlement 61-101 et déterminer si l'opération soulève des préoccupations d'intérêt public.

Le personnel présente également des indications sur ses attentes quant à l'amélioration de la divulgation d'information et au rôle actif que doivent jouer les comités spéciaux composés d'administrateurs indépendants.

De plus, dans les cas où une attestation d'équité est obtenue concernant une opération donnant lieu à un important conflit d'intérêts, le personnel exige la communication de la rémunération du conseiller financier (mais non le montant de sa commission) ainsi que l'analyse financière sous-jacente à l'attestation.

Les émetteurs et leurs conseillers dans le cadre d'opérations donnant lieu à un conflit d'intérêts important doivent se préparer à la possibilité d'un examen en temps réel des documents d'information et au risque que l'information supplémentaire susceptible d'être demandée puisse retarder l'opération. Pour minimiser ce risque, les conseils d'émetteurs participant à des opérations donnant lieu à un conflit d'intérêts devraient veiller à ce que des comités spéciaux soient constitués au début du processus, retenir les services de conseillers, et inclure des informations exhaustives dans la circulaire relative à l'opération.

Les indications du personnel sur les attestations d'équité, comme l'avis dans son ensemble,

s'appliquent uniquement aux opérations donnant lieu à un conflit d'intérêts important. Il sera néanmoins intéressant de voir si l'avis influencera la pratique en matière d'attestation d'équité de façon plus générale, étant donné notamment l'interaction entre l'avis et la décision *InterOil*, qui est abordée plus en détail ci-dessous.

Pour obtenir plus de renseignements concernant l'avis, veuillez consulter notre bulletin Actualités Osler intitulé « [Le personnel de la commission des valeurs mobilières relève la barre en ce qui concerne les opérations conflictuelles](#) ».

Placements privés dans une course aux procurations

En avril, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (la CVMO) a infirmé une décision de la Bourse de Toronto (la TSX) qui approuvait conditionnellement un placement privé, dans le contexte d'une course aux procurations. La TSX avait approuvé l'émission de près de 10 % des actions ordinaires d'Eco Oro Minerals Corp. (Eco Oro) à des actionnaires existants qui appuyaient le conseil d'administration en place. Les actions ont été émises à peine huit jours avant la date de clôture des registres aux fins d'une assemblée des actionnaires demandée pour remplacer le conseil d'administration d'Eco Oro. La décision de la CVMO obligeait effectivement Eco Oro à annuler le placement privé à moins d'être approuvé par les actionnaires d'Eco Oro. Veuillez consulter notre bulletin Actualités Osler intitulé « [La décision Eco Oro : la CVMO met fin aux placements privés pendant une course aux procurations](#) ».

Bien que la CVMO ait fondé sa décision sur une disposition de la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario qui prévoit l'examen des décisions de la TSX, la CVMO a également précisé qu'en la présence ou l'absence d'une décision de la TSX, une personne peut invoquer la compétence en matière d'intérêt public aux termes de la législation ontarienne sur les valeurs mobilières, en se fondant sur la *Norme multilatérale 62-202 sur les mesures de défense contre une offre publique d'achat* (la Norme multilatérale 62-202). Le renvoi à la Norme multilatérale 62-202 est révélateur, car il existe maintenant une jurisprudence à l'égard du recours aux placements privés dans le contexte d'offres publiques d'achat contestées, la plus récente étant la décision *Dolly Varden*, décrite dans notre bulletin Actualités Osler intitulé « [Des placements privés contestés aux termes du nouveau régime d'offres publiques d'achat : la décision Dolly Varden](#) » publié le 28 octobre 2016. Dans cette décision, les commissions des valeurs mobilières ont confirmé un placement privé contesté par la société cible d'une offre publique d'achat (une OPA) non sollicitée, concluant qu'il existait un besoin légitime de financement et que le placement privé n'avait pas été mis en œuvre comme mesure de défense à la suite de l'OPA. Les commissions des valeurs mobilières ont fourni d'importantes lignes directrices sur l'analyse réglementaire et sur le traitement des placements privés contestés à la lumière des limites traditionnelles imposées aux mesures de défense formulées dans la Norme multilatérale 62-202.

Au vu de la décision de la CVMO rendue dans *Eco Oro*, dans laquelle certains éléments prouvaient qu'Eco Oro n'avait pas informé le personnel de la TSX de la course aux procurations et de la prochaine assemblée des actionnaires, la Bourse de Toronto a émis un [Avis du personnel](#) de la TSX donnant des indications en ce qui concerne les renseignements requis par les émetteurs pour remplir le Formulaire 11 de la TSX – Avis de placement privé. L'avis du personnel de la TSX indique que, relativement à un avis de placement privé, la TSX demande aux émetteurs de lui fournir des renseignements concernant toute question importante pertinente, y compris, mais sans s'y limiter, toute assemblée d'actionnaires à venir dont la date de clôture des registres a été déterminée ou le sera bientôt, toute fusion, acquisition, OPA, modification à la structure du capital ou autre opération importante imminente, et tout détail concernant des actionnaires dissidents ou une course aux procurations prévue.

Les attestations d'équité après l'affaire *InterOil*

En mars, la Cour suprême du Yukon a publié les motifs pour lesquels elle a approuvé l'opération d'acquisition d'InterOil par Exxon Mobil (disponible en anglais seulement) [PDF], dont la clôture a eu lieu le 22 février 2017. La Cour d'appel du Yukon avait bloqué l'arrangement initial de 2,3 milliards de dollars au motif qu'il n'était pas équitable ni raisonnable. Cette décision a été prise principalement en raison de la non-publication de l'analyse financière sous-jacente à l'attestation d'équité initiale obtenue à l'appui de l'opération et donc du risque que les actionnaires qui ont approuvé l'arrangement n'aient pas exercé un vote pleinement éclairé.

Par suite de la critique formulée par la Cour d'appel dans sa décision, InterOil a inclus dans sa circulaire de sollicitation de procurations modifiée i) une attestation d'équité obtenue contre rémunération fixe et renfermant une analyse financière détaillée de la valeur d'InterOil et de la contrepartie payable aux termes de l'arrangement et ii) un rapport rédigé par un comité indépendant d'administrateurs à l'appui de l'arrangement.

Au moment d'approuver l'arrangement modifié, le tribunal a indiqué que son ordonnance provisoire exigeait la publication des renseignements indiqués ci-dessus dans la circulaire de sollicitation de procurations et qu'à son avis, cette exigence [traduction] « devrait constituer la norme minimale pour les ordonnances provisoires relatives à un plan d'arrangement. Il est inacceptable de conclure un arrangement sur la foi d'une attestation d'équité rédigée par des conseillers financiers dont la rémunération dépend de quelque façon que ce soit du succès de l'arrangement ».

La question de savoir si la pratique canadienne concernant les attestations d'équité devrait changer par suite de la publication de la décision de la Cour d'appel du Yukon a suscité de nombreux débats dans les milieux juridiques et des services bancaires d'investissement. Jusqu'à maintenant, la pratique varie. Les intervenants sur le marché n'ont pas adopté uniformément les trois pratiques suggérées par la Cour d'appel et adoptées par les parties dans l'arrangement modifié d'InterOil : publication de l'analyse financière sous-jacente à l'attestation d'équité, publication de la rémunération des conseillers financiers, et obtention des attestations contre rémunération fixe des conseillers financiers dont la rémunération n'est pas conditionnelle à la conclusion dégagee dans l'attestation ou à l'issue de l'opération.

Comme l'on s'y attendait, de nombreuses entreprises prenant des arrangements sous le régime des lois de la Colombie-Britannique ont obtenu une attestation d'équité qui comportait certaines informations tirées de l'analyse financière sous-jacente effectuée par l'auteur de l'attestation. La Cour d'appel du Yukon est constituée de juges siégeant à la Cour d'appel de la Colombie-Britannique, si bien que la décision de la Cour d'appel du Yukon dans *InterOil* devrait être respectée par les juges de la Colombie-Britannique. Des arrangements ont également eu lieu dans d'autres territoires, comme en Ontario, dans lesquels des attestations d'équité semblables à celles suggérées dans *InterOil* ont été obtenues, bien que l'utilisation d'attestations d'équité simplifiées types tend à rester la pratique courante jusqu'à ce jour.

Comme nous l'avons mentionné précédemment, il se peut que les indications du personnel sur les attestations d'équité dans des opérations donnant lieu à un conflit d'intérêts important pressent les émetteurs et leurs conseillers à communiquer davantage d'information tirée de l'analyse financière sous-jacente aux attestations d'équité, comme cela se fait aux États-Unis.

Jusqu'à ce que cette question soit soumise à un autre examen judiciaire ou à une mesure de réglementation, la pratique sur les marchés continuera vraisemblablement à changer, selon

un certain nombre de facteurs, notamment la forme de l'opération (arrangement ou e'autres structures), le territoire dans lequel l'opération a lieu, la fiabilité du processus de vente, et les probabilités d'une contestation judiciaire par un actionnaire mécontent.

Offres publiques d'achat hostiles selon le nouveau régime des offres

En mai 2016, le nouveau régime canadien des OPA a été adopté ; il fixe le délai minimal de dépôt à 105 jours, impose une obligation de dépôt minimal irrévocable de plus de 50 % et une prolongation de 10 jours une fois que l'obligation de dépôt minimal a été remplie. À la suite de son adoption, des questions ont été soulevées afin de déterminer si le nouveau régime – en particulier le délai minimal de dépôt de 105 jours – pouvait avoir un effet dissuasif sur les OPA hostiles.

Bien qu'il soit trop tôt pour tirer des conclusions définitives, à notre connaissance, il n'y a eu que trois offres hostiles en 2017 : l'offre de Nuri Telecom pour Apivio Systems ; l'offre de Pollard Banknote pour Innova Gaming ; et l'offre d'Aurora Cannabis pour CanniMed Therapeutics. Ce nombre est inférieur aux cinq OPA hostiles de 2016 et est nettement inférieur à la moyenne des dix dernières années. L'avenir nous dira s'il s'agit simplement d'une année calme ou du début d'une tendance généralisée.