OSLER

Un avis du personnel de la TSX fournit des lignes directrices sur l'établissement des prix des opérations de financement d'acquisition

20 OCTOBRE 2016 7 MIN DE LECTURE

Expertises Connexes

- Fusions et acquisitions
- Marchés financiers
- Services bancaires et financiers

Auteurs(trice): Desmond Lee, Emmanuel Pressman, Douglas Bryce

Certains participants au marché ignorent peut-être que, depuis un certain nombre d'années, la Bourse de Toronto (la « TSX ») examine la pratique du lancement et de l'annonce simultanés d'opérations d'acquisition et de financement par actions. Les émetteurs, les preneurs fermes et leurs conseillers doivent tenir compte du récent avis du personnel de la TSX relatif aux placements par voie de prospectus, aux placements privés et aux acquisitions simultanées, qui offre des lignes directrices sur les circonstances dans lesquelles la TSX autorisera que le prix du financement par actions concurrent par un émetteur soit établi avant que l'émetteur n'annonce publiquement une opération importante. L'émetteur et ses conseillers doivent être convaincus que l'émetteur n'aurait pas accepté l'acquisition ou une autre opération sans un engagement ferme à l'égard du financement par actions, moyennant un prix et une taille d'émission bien définis.

Contexte

Au Canada, lorsqu'une société ouverte annonce une opération majeure, comme une acquisition d'entreprise importante, il arrive souvent qu'elle annonce simultanément l'accord de financement relatif à cette acquisition dans le communiqué décrivant l'acquisition elle-même. C'est le cas même lorsque l'acquisition est financée partiellement ou totalement par voie de prise ferme ou par un placement privé ayant fait l'objet d'un engagement, au moment de l'annonce de l'acquisition.

La TSX examine cette pratique depuis un certain temps, et se concentre particulièrement sur les conséquences de l'établissement du prix du financement par actions avant le moment auquel les détails de l'acquisition ou d'une autre opération importante sont diffusés sur le marché. De manière générale, la TSX est d'avis qu'il ne convient pas d'établir le prix d'une émission de titres avant l'annonce d'information importante non divulguée, étant donné qu'il se peut que le prix coté des valeurs de l'émetteur ne traduise pas avec exactitude les activités et les affaires courantes de l'émetteur.

Lorsqu'une acquisition est financée en totalité ou en partie avec les produits d'une prise ferme ou d'un placement privé ayant fait l'objet d'un engagement, la pratique la plus répandue au Canada consiste à incorporer à la convention de prise ferme une lettre d'offre ou une convention de souscription, au moment de l'annonce de l'acquisition, et d'annoncer à la fois l'acquisition et les modalités de financement, y compris le prix de souscription. Si les détails relatifs à l'acquisition constituent de l'information importante non divulguée à l'égard de l'émetteur, la TSX a, par le passé, autorisé l'émetteur à établir le prix du financement en concomitance avec l'annonce de l'acquisition, si l'émetteur était en mesure de démontrer que

l'acquisition n'aurait pas été approuvée par le conseil d'administration de l'émetteur, sans l'accord de financement (p. ex. une lettre d'offre signée dans le cas d'une prise ferme, ou une convention de souscription signée). La TSX qualifie cette mesure « d'exception en matière d'établissement des prix » et la considère comme une exception à la règle générale qui interdit à un émetteur d'établir le prix d'une opération de financement par actions lorsque de l'information importante à l'égard de l'émetteur n'a pas encore été divulguée. Au cours des dernières années, la TSX exigeait généralement une preuve, sous forme de certificat produit par un dirigeant de l'émetteur, confirmant les faits à l'appui de à l'exception en matière d'établissement des prix. Cela exige que l'émetteur et ses conseillers soient convaincus que l'émetteur n'aurait pas accepté l'acquisition sans un engagement ferme à l'égard du financement par actions, moyennant un prix et une taille d'émission bien définis, ce qui témoigne du fait que l'engagement à l'égard du financement est essentiel à la conclusion de la convention d'acquisition.

Nouvelles lignes directrices de la TSX

L'avis du personnel de la TSX officialise la pratique de longue date de la TSX selon laquelle un certificat était exigé d'un dirigeant pour confirmer que l'émetteur n'aurait pas signé la convention d'acquisition sans avoir aussi conclu la convention de financement. La formule du certificat d'un dirigeant de la TSX exige également que le dirigeant atteste que les produits du financement doivent servir principalement à ce qui touche l'acquisition.

Les nouvelles lignes directrices de la TSX donnent deux exemples pour lesquels la TSX pourrait avoir des préoccupations concernant des émetteurs qui annoncent simultanément une importante acquisition et son mode de financement, en s'appuyant sur l'exception relative à l'établissement du prix :

- les produits nets du financement dépassent largement (d'au moins 30 %) la contrepartie en espèces, plus les frais connexes;
- le financement prévoit une importante participation d'initiés, tels que des dirigeants et des administrateurs ainsi que tout actionnaire détenant plus de 10 % des actions.

Dans l'une ou l'autre de ces situations, la TSX pourrait conclure que la dépendance de l'acquisition du financement n'est pas assez forte pour soutenir la dépendance de l'émetteur d'une exception concernant l'établissement des prix, et elle pourrait exiger que l'émetteur réduise les produits bruts du placement, établisse le prix du placement après la divulgation de l'acquisition, ou obtienne l'approbation des actionnaires à l'égard du placement. La TSX a déclaré que les émetteurs inscrits qui ne sont pas en mesure de produire le certificat exigé d'un dirigeant peuvent, dans des circonstances exceptionnelles, présenter des propositions subsidiaires, en appui au recours à l'exception relative à l'établissement des prix. Dans de tels cas, l'émetteur et ses conseillers devraient discuter de toutes les propositions bien avant le lancement de l'opération de financement par actions.

Conclusion

Les opérations de placement par voie de prise ferme et de placement privé continueront d'être une source de financement répandue au Canada dans le cas d'acquisitions importantes par des émetteurs inscrits à la cote de la TSX. Nous ne prévoyons pas que les nouvelles lignes directrices de la TSX apporteront de grands changements à la pratique relativement courante au Canada d'annoncer une acquisition et une opération de financement par actions faisant l'objet d'un engagement et à un coût abordable, en même temps. Cependant, les émetteurs et leurs conseillers devraient s'attacher davantage à s'assurer que l'émetteur satisfait aux conditions pour se reposer sur l'exception de la TSX en

matière d'établissement des prix. Cela exige que les personnes en cause soient convaincues que l'émetteur n'aurait pas accepté l'acquisition sans un engagement ferme à l'égard du financement par actions, moyennant un prix et une taille d'émission bien définis, et que l'émetteur sera en mesure de produire un certificat fourni par un dirigeant à cet effet. Les émetteurs devraient aussi consulter la TSX avant de lancer une émission de titres si les produits nets de cette émission dépassent d'au moins 30 % la contrepartie en espèces de l'acquisition, plus les dépenses connexes, ou si le financement fait appel à une participation importante d'initiés. Ces considérations s'appliqueront, que l'émetteur lance une émission de titres classiques, de débentures convertibles ou de reçus de souscription.