

Décision InterOil – Répercussions sur les avis sur le caractère équitable, la divulgation et la gouvernance d'entreprise dans les opérations de vente

20 NOVEMBRE 2016 19 MIN DE LECTURE

Expertises Connexes

- Services bancaires et financiers

Auteurs(trice): Jeremy Fraiberg, Douglas Bryce, Douglas Marshall, Emmanuel Pressman

Dans une décision [PDF anglais] pouvant avoir d'importantes répercussions sur les pratiques du marché actuelles en ce qui concerne les avis sur le caractère équitable, la divulgation et la gouvernance d'entreprise dans les opérations de vente de sociétés ouvertes, la Cour d'appel du Yukon a bloqué le projet d'acquisition d'InterOil par Exxon Mobil, évalué à 2,3 milliards de dollars américains. Malgré le fait que le plan d'arrangement proposé était une offre supérieure approuvée par plus de 80 % des votes exprimés par les actionnaires d'InterOil et que le conseil d'administration d'InterOil (le conseil) avait reçu une formule standard d'avis sur le caractère équitable d'une des plus grandes banques d'investissement à l'échelle mondiale, la Cour a conclu que l'arrangement n'était pas équitable et raisonnable.

Les répercussions potentielles sur les pratiques du marché comprennent :

- la question de savoir si l'analyse financière habituellement fournie par un conseiller financier au conseil d'administration de la cible doit également être fournie aux actionnaires de la cible, soit dans l'avis sur le caractère équitable lui-même, soit dans la circulaire d'information remise aux actionnaires;
- la question de savoir si le montant précis des honoraires payables à un conseiller financier délivrant un avis sur le caractère équitable devrait être divulgué;
- la question de savoir, dans une situation où le conseiller financier de la société cible a droit à des honoraires conditionnels à la réalisation de l'opération (une « rémunération au résultat »), s'il devrait incomber au conseil d'administration de la cible d'obtenir un deuxième avis sur le caractère équitable d'un conseiller n'ayant droit qu'à une rémunération fixe qui ne dépend pas de la réalisation de l'opération;
- la question de savoir si des comités d'administrateurs indépendants devraient être constitués dans le cadre d'opérations de vente, et le rôle qu'ils devraient jouer, lorsque l'unique conflit d'intérêts potentiel découle de l'incidence de l'opération sur les primes de rémunération en actions de la direction ou sur d'autres ententes de rémunération de la haute direction.

Contexte

L'audience relative à l'ordonnance définitive

InterOil avait initialement conclu une convention d'arrangement avec Oil Search Limited le 20 mai 2016, aux termes de laquelle les actionnaires d'InterOil recevraient, à leur choix, des actions d'Oil Search ou un montant en espèces (sous réserve d'un rajustement proportionnel si les choix en faveur d'un montant en espèces dépassaient 770 millions \$US) valant 40,25 \$US l'action d'InterOil et un certificat de valeur conditionnelle qui aurait donné lieu à un paiement en espèces conditionnel d'environ 6,04 \$US pour chaque tranche de mille milliards de pieds cubes équivalents (Tpi³) de ressources au-delà d'un certain seuil qui était lié à la valeur du principal actif d'InterOil, soit une participation de 36,5 % dans une coentreprise au stade de la mise en valeur de champs pétrogaziers en Papouasie-Nouvelle-Guinée (PRL 15).

Par la suite, Exxon Mobil a déposé une offre supérieure, aux termes de laquelle elle proposait 45 \$US l'action en actions d'Exxon, plus un paiement de ressources conditionnel (PRC) de 7,07 \$US pour chaque tranche de Tpi³ des ressources de PRL 15 au-delà du même seuil que dans l'opération Oil Search, sous réserve d'un plafond. En supposant que tous les paiements de PRC soient ultérieurement versés, la valeur de la contrepartie payable aux actionnaires en vertu de l'arrangement était d'environ 72 \$US par action d'InterOil.

L'opération d'Exxon Mobil représentait une prime de 42,2 % par rapport au cours de l'action d'InterOil avant l'annonce publique de l'opération d'Oil Search, en fonction uniquement de la composante en actions de la contrepartie, c.-à-d. sans attribuer quelque valeur que ce soit au PRC. Le 21 juillet 2016, Exxon Mobil et InterOil ont conclu une convention d'arrangement et Exxon Mobil a financé l'indemnité de rupture de 60 millions de dollars américains payable à Oil Search.

Le conseiller financier d'InterOil a présenté au conseil un avis sur le caractère équitable selon lequel la contrepartie que devaient recevoir les actionnaires d'InterOil en vertu de l'arrangement était équitable, d'un point de vue financier. Le conseiller financier avait droit à des honoraires pour ses services, dont une bonne partie était conditionnelle à la réalisation de l'arrangement. Comme il est coutumier au Canada, le montant des honoraires du conseiller financier n'a pas été divulgué dans la circulaire d'information d'InterOil.

De plus, le conseiller financier a noté dans son avis que [traduction] « Bien que nous ayons pris en compte la valeur potentielle du PRC en fonction de différents résultats de certification des ressources possibles, avec l'autorisation du conseil d'administration, nous n'avons pas attribué de valeur spécifique au PRC aux fins d'en arriver à la conclusion exprimée dans cette lettre. » Le conseiller financier en était plutôt arrivé à la conclusion que la contrepartie était équitable, en fonction uniquement de la valeur de la contrepartie en actions que devaient recevoir les actionnaires en vertu de l'arrangement, sans tenir compte de la valeur de la composante supplémentaire du PRC. Il est à noter que la circulaire d'information comprenait la divulgation des montants variables payables aux actionnaires au titre du PRC, en fonction de divers volumes de ressources.

L'arrangement a été approuvé par 80,57 % des votes exprimés par les actionnaires le 21 septembre 2016. Phillippe Mulacek, le fondateur et ancien président du conseil d'InterOil, qui détenait 5,5 % des actions, s'est prévalu de son droit à la dissidence pour se voir payer la juste valeur de ses actions. Au total, des actionnaires détenant environ 10 % des actions ordinaires en circulation ont exercé leurs droits à la dissidence. M. Mulacek a également contesté l'arrangement lors de l'audience relative à l'ordonnance définitive à la suite du vote des actionnaires, au motif que l'arrangement n'était pas « équitable et raisonnable », comme un arrangement doit l'être en vertu des lois applicables.

M. Mulacek a soutenu qu'InterOil n'avait pas fourni suffisamment d'information à ses actionnaires pour qu'ils puissent prendre une décision pleinement éclairée au sujet de l'arrangement, en omettant de divulguer la valeur potentielle des champs de gaz de PRL 15 et la valeur du PRC. En appui à sa position, il a retenu les services d'un courtier en valeurs canadien, indépendant d'une banque, pour présenter une preuve par affidavit des lacunes dans le processus entrepris par le conseil, ainsi qu'une opinion selon laquelle l'arrangement était inadéquat, d'un point de vue financier, pour les actionnaires.

L'un de ces affidavits mentionnait que dans de telles circonstances, où le conseiller financier a droit à des honoraires au résultat, le conseil devrait avoir communiqué les détails de ces honoraires aux actionnaires et fait appel à un deuxième conseiller financier dont la rémunération ne serait pas conditionnelle à la réalisation de l'opération. L'affidavit exprimait également le point de vue selon lequel il y avait d'importants incitatifs financiers qui poussaient le chef de la direction à conclure l'opération, compte tenu des modifications apportées aux dispositions sur le changement de contrôle dans son contrat d'emploi, et des conditions d'anticipation et de renonciation au rendement rattachées à ses unités d'action à négociation restreinte, ce qui fournissait une raison supplémentaire de faire appel à un deuxième conseiller financier, dont la rémunération ne serait pas conditionnelle à la réalisation de l'opération.

Le juge de première instance a conclu [lien vers le PDF anglais de la Cour suprême] qu'il y avait [traduction] « des lacunes dans la gouvernance d'entreprise et une divulgation insuffisante ». Il était critique à l'égard de l'avis sur le caractère équitable, au motif que celui-ci n'abordait pas la valeur de PRL 15, ni la valeur du PRC. Il critiquait également le manque de communication concernant les détails de la rémunération au résultat du conseiller financier, renseignement qui aurait permis aux actionnaires d'évaluer la mesure dans laquelle l'avis sur le caractère équitable pourrait avoir été influencé par les modalités de la rémunération du conseiller financier. Il a indiqué que l'avis sur le caractère équitable ne contenait pas d'analyse de la valeur qui aurait permis à un actionnaire d'examiner équitablement les mérites de l'arrangement, soulignant qu'il ne disait pas que le conseiller financier n'avait pas fourni ce renseignement au conseil, mais simplement que les actionnaires n'avaient pas pu profiter des analyses mentionnées dans l'avis sur le caractère équitable et que, par conséquent, ils n'avaient pas reçu d'assistance véritable dans l'évaluation de l'arrangement.

De plus, le juge a aussi exprimé le point de vue selon lequel il devrait y avoir un [traduction] « avis sur le caractère équitable à honoraires fixes indépendant pour aider les actionnaires et la Cour si [le conseil] désire se conformer aux pratiques exemplaires en matière de gouvernance d'entreprise », en ajoutant qu'un avis qui « ne fait que suivre les directives du conseil et qui est fondé sur une rémunération au résultat ne répond pas aux normes d'une bonne gouvernance d'entreprise ».

Le juge avait néanmoins approuvé l'arrangement, le jugeant « équitable et raisonnable », en donnant beaucoup de poids à l'approbation des actionnaires. Il a observé que tout actionnaire pouvait discerner le manque de détails concernant les évaluations et les analyses, ainsi que l'intérêt financier du chef de la direction, lors du vote relatif à l'arrangement. Il a souligné que le PRC donnait lieu à un taux de rendement plus élevé que l'arrangement d'Oil Search, même s'il reconnaissait que ce taux était plafonné. Bien que le conseil n'ait pas fourni de détails sur la valeur de PRL 15, ni sur les solutions stratégiques de recharge à l'arrangement que le conseil avait envisagées, le juge a conclu que l'arrangement réduisait la nature spéculative des actions d'InterOil et fournissait un solide rendement. Par la suite, M. Mulacek a interjeté appel de l'approbation de l'arrangement par le juge de première instance, auprès de la Cour d'appel du Yukon.

La décision de la Cour d'appel

La Cour d'appel du Yukon (qui est constituée de juges siégeant à la Cour d'appel de la Colombie-Britannique) a souscrit aux conclusions du juge de première instance relativement aux lacunes en matière de divulgation et de gouvernance, et a précisé que ces lacunes remettaient en question le fait que les actionnaires d'InterOil avaient été bien informés au sujet de la valeur de leurs actions et de la contrepartie devant être reçue d'Exxon. En conséquence, malgré l'approbation des actionnaires et la possibilité pour M. Mulacek de se prévaloir de son droit à la dissidence, la Cour a jugé qu'il n'y avait pas suffisamment d'éléments de preuve pour satisfaire la norme requise en vertu de la loi pour l'approbation d'un arrangement, soit que l'arrangement est « équitable et raisonnable ».

Le fait que l'avis sur le caractère équitable n'attribuait pas de valeur précise au PRC ou aux champs de gaz de PRL 15 préoccupait la Cour. Sur le plan de la gouvernance, la Cour a noté que [traduction] « même si le conseil avait formé un comité pour superviser la négociation de l'opération, il semble que le comité ait été relativement passif, se contentant de recevoir les rapports de la direction qui a mené les négociations ». La Cour a également indiqué que le chef de la direction était en conflit d'intérêts, car il devait tirer des gains importants en raison du paiement anticipé de ses unités d'action à négociation restreinte et de la disposition sur le changement de contrôle figurant dans son contrat d'emploi. Elle a également conclu que [traduction] « d'autres membres du conseil devaient bénéficier d'importants avantages ». Dans ces circonstances, la Cour a conclu que [traduction] « le conseil avait dû chercher à obtenir des avis indépendants quant au caractère équitable, sur le plan financier, de l'opération » et qu'il aurait dû obtenir un avis indépendant moyennant des honoraires fixes.

Répercussions sur les pratiques du marché

On ignore encore si la décision aura des répercussions sur les pratiques du marché futures dans les opérations de vente au Canada.

Au Canada, il n'y a aucune exigence légale voulant qu'un conseil d'administration obtienne, dans le cadre d'une opération de vente, un avis sur le caractère équitable ou qu'il divulgue la teneur d'un tel avis dans une circulaire d'information, bien que ce soit la pratique du marché la plus répandue. En fait, les avis sur le caractère équitable formulés au Canada ne comportent pas d'analyse financière détaillée, et ce genre d'analyse ne figure habituellement pas dans la circulaire d'information de la direction qui l'accompagne, à moins qu'une opération avec apparentés ne nécessite une évaluation aux termes du *Règlement 61-101 sur les mesures de protection des porteurs minoritaires lors d'opérations particulières* (Règlement 61-101), qui exige la divulgation d'une évaluation ou d'un sommaire détaillé. Habituellement, les conseillers financiers fournissent une analyse et des renseignements plus détaillés au conseil d'administration dans un « cahier à l'intention du conseil » distinct, qui accompagne l'avis sur le caractère équitable. Ces renseignements sont pris en compte par les administrateurs lorsqu'ils envisagent d'approuver ou non une opération, mais ils ne sont habituellement pas reproduits ou résumés dans la circulaire d'information. L'avis sur le caractère équitable présente la conclusion des démarches du conseiller financier, sans présenter l'analyse détaillée qui a été utilisée pour en arriver à cette conclusion.

Il y a peu de jurisprudence sur la question du niveau de divulgation exigé dans les avis sur le caractère équitable. Dans *Re Champion Iron Mines Limited*, un tribunal de l'Ontario a conclu qu'un avis sur le caractère équitable n'était pas admissible lors de l'audience relative à l'ordonnance définitive, car il ne remplissait pas les exigences liées à un rapport d'expert, puisque l'avis ne comportait pas d'analyse financière détaillée. La Cour a toutefois approuvé l'arrangement, en partie à cause du vote massif des actionnaires en faveur de l'arrangement. Dans deux décisions subséquentes rendues en Ontario peu après concernant des

arrangements, les tribunaux ont conclu que dans des opérations de vente, un avis sur le caractère équitable est admissible à la fois comme preuve établissant que le plan d'arrangement est présenté de bonne foi, et comme preuve du caractère équitable et raisonnable de l'opération projetée. La pratique du marché en ce qui concerne les avis sur le caractère équitable n'a pas changé.

Au Canada, il est également accepté en pratique qu'il n'y a pas de nécessité, en soi, pour un deuxième avis sur le caractère équitable « indépendant », à honoraires fixes, lorsque le conseiller financier qui fournit l'avis sur le caractère équitable reçoit aussi une rémunération au résultat. Une décision de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario dans HudBay, rendue précédemment, comportait une déclaration, qui a été citée avec approbation par le juge de première instance et par la Cour, selon laquelle un avis sur le caractère équitable produit par un conseiller financier qui reçoit une rémunération au résultat ne permettait pas aux administrateurs de démontrer qu'ils s'acquittaient de leurs obligations fiduciaires. Cette déclaration de la Commission a été abondamment discutée et critiquée. Le vice-président de la Commission, qui a rédigé la décision, a par la suite fait des remarques publiques nuançant ses commentaires dans la décision, et la pratique du marché n'a pas changé.

La décision de la Cour d'appel du Yukon laisse entendre qu'à l'avenir, la communication d'une évaluation plus détaillée devrait figurer dans les avis sur le caractère équitable ou ailleurs dans une circulaire, dans un éventail accru de circonstances, et que la rémunération du conseiller financier devrait également être divulguée. Elle laisse également entendre que les avis sur le caractère équitable indépendants fournis par des conseillers moyennant des honoraires fixes (c.-à-d. que les honoraires ne sont pas conditionnels à la réalisation de l'opération) devraient être obtenus en tant que pratique exemplaire en matière de gouvernance, particulièrement s'il est possible que des membres de la direction soient en conflit d'intérêts sur le plan financier.

Le rehaussement des obligations en matière de divulgation suggéré par la Cour permettrait de mettre les pratiques canadiennes davantage au diapason des pratiques aux États-Unis. Selon la pratique aux États-Unis, lorsqu'un avis sur le caractère équitable est inclus dans une circulaire d'information, une analyse financière détaillée et les honoraires du conseiller sont habituellement communiqués. De plus, lorsqu'une entreprise est vendue au comptant, cette entreprise inclut les prévisions autonomes de la direction (le cas échéant).

Cependant, il n'est pas d'usage, aux États-Unis, d'exiger des avis sur le caractère équitable « indépendants » où le paiement des honoraires n'est pas conditionnel au résultat de l'opération, en l'absence de conflit d'intérêts spécifiquement déterminé à l'endroit du conseiller financier. Il n'est pas clair, non plus que les avantages présumés d'une telle exigence seraient supérieurs aux coûts qui en découleraient. Les avis sur le caractère équitable ne sont pas exigés par la loi au Canada, et dans la mesure où un avis sur le caractère équitable est publié dans une circulaire d'information, le fait que la personne qui a délivré l'avis ait droit à une rémunération au résultat est vraisemblablement un facteur que les actionnaires peuvent prendre en considération lorsqu'ils décident de l'importance à accorder à l'avis. De façon peut-être encore plus importante, le conseiller financier qui s'occupe du processus de vente et qui a droit à la rémunération au résultat est habituellement le mieux placé pour délivrer un avis sur le caractère équitable significatif, comparativement à un deuxième conseiller appelé à entrer en scène plus tard au cours du processus et qui peut ne pas être aussi familier avec les actifs, le secteur d'activité ou le processus de vente.

Enfin, étant donné l'usage généralisé et les modalités types de la rémunération à base d'actions et des protections contre le changement de contrôle dans les contrats d'emploi des hauts dirigeants, la conclusion de la Cour selon laquelle les dirigeants se trouvaient en conflit d'intérêts et les conséquences qui en découlent pourraient avoir de vastes répercussions. Le conflit d'intérêts typique des dirigeants qui a préoccupé les tribunaux et les organismes de

réglementation par le passé a plutôt été le risque perçu de résistance, car les membres de la direction seront probablement remplacés à la suite d'une vente, et pourraient s'opposer à la vente de l'entreprise ou entraver l'opération, en vue de préserver leurs postes. La rémunération sous forme d'actions, y compris le paiement anticipé d'attributions en cas de changement de contrôle, a été conçue en partie pour résoudre ce conflit, en vue d'atténuer ou d'éliminer le risque de résistance des dirigeants et d'harmoniser les incitatifs des dirigeants et des actionnaires. Dans cette affaire, en raison de l'importante rémunération que devait toucher le chef de la direction, la Cour était d'avis qu'il incombait au conseil de s'assurer que l'arrangement négocié par la direction traduisait la juste valeur marchande de l'entreprise; la préoccupation était que les arrangements conclus à l'origine pour harmoniser les incitatifs de la direction et des actionnaires n'en soient venus, dans certaines circonstances, à inciter de manière excessive la direction à conclure la vente de l'entreprise, et ce, au détriment des actionnaires.

Même s'il faut examiner de près les incitatifs de la direction, il convient de noter que dans cette affaire, ils avaient clairement été communiqués et pouvaient donc être évalués par les actionnaires, et que l'approbation des actionnaires, distincte de celle du chef de la direction, avait été obtenue en vertu des dispositions applicables du Règlement 61-101. Un conseil d'administration est aussi, probablement, tout à fait capable de régler les conflits potentiels de cette nature sans avoir à faire appel à un comité spécial (p. ex. en ayant des sessions à huis clos pour discuter de ces questions, ou en fournissant les directives appropriées aux membres de la direction et en supervisant ceux-ci).

Bien qu'elle soit étonnante à divers égards, cette décision sert de rappel à la nécessité qu'un plan d'arrangement soit jugé « équitable et raisonnable » par un tribunal. L'approbation des actionnaires est un facteur important de cette détermination et, selon notre expérience, un fort degré d'approbation de la part des actionnaires se voit accorder beaucoup de poids dans la plupart des cas. Cependant, il se peut que l'approbation des actionnaires ne suffise pas, particulièrement si, comme l'a conclu la Cour dans cette affaire, les actionnaires ne reçoivent pas suffisamment d'information pour prendre une décision éclairée.

Nous allons continuer de surveiller la façon dont les tribunaux traitent les arrangements à l'avenir et si cette décision donne lieu à des changements dans les pratiques du marché.

Les services d'Osler ont été retenus par le conseiller financier d'InterOil dans le cadre de l'arrangement. Osler n'a pas pris part aux procédures devant le juge de première instance ou devant la Cour d'appel.