

# Fusions et acquisitions : regard sur 2021 et perspectives pour 2022

13 DÉCEMBRE 2021 21 MIN DE LECTURE



## Expertises Connexes

- [Fusions et acquisitions](#)

Auteurs(trice): [Alex Gorka](#), [Emmanuel Pressman](#), [Jeremy Fraiberg](#)

Alors que le monde tente d'établir une « nouvelle normalité », le volume des opérations de fusion et d'acquisition publiques canadiennes en 2021 a dépassé celui de 2020, tant sur une base trimestrielle qu'annuelle. Au cours d'une année marquée par cette activité accrue, les évolutions juridiques importantes en matière de fusions et d'acquisitions de sociétés ouvertes canadiennes n'ont pas manqué.

## Litiges liés à des occasions d'affaires manquées au lendemain de la pandémie

Depuis que la COVID-19 a été déclarée pandémie mondiale en mars 2020, trois opérations de fusion et d'acquisition canadiennes notables ont échoué et fait l'objet d'un litige. Dans ces actions en justice, on alléguait principalement que la cible avait subi des incidences défavorables importantes (IDI) ou qu'elle avait, par ailleurs, contrevenu aux clauses d'exploitation dans le cours normal des affaires stipulées dans la convention-cadre régissant l'opération.

Dans l'affaire *Rifco Inc. v. ACC Holdings Inc. and CanCap Management Inc.*, CanCap s'était engagée à acquérir Rifco au moyen d'un arrangement. CanCap a affirmé que Rifco avait subi des IDI et a tenté de mettre fin à l'opération. En réponse, Rifco a demandé l'exécution en nature de l'acquisition par CanCap devant la Cour du Banc de la Reine de l'Alberta. La cause a été réglée hors cour : CanCap a versé une certaine somme à Rifco et les parties se sont donné réciproquement quittance.

Dans *Fairstone Financial Holdings Inc. v. Duo Bank of Canada*, affaire qui concernait une opération de fusion et d'acquisition privée, la Cour supérieure de justice de l'Ontario a conclu qu'il n'y avait pas eu d'IDI et que le vendeur, en prenant des mesures en réponse à la pandémie de COVID-19, n'avait pas contrevenu aux clauses d'exploitation dans le cours normal des affaires. Le tribunal a accueilli la demande d'exécution en nature du vendeur et a ordonné à Duo Bank de procéder à l'acquisition.

Dans cette affaire, le tribunal a eu recours aux critères juridiques appliqués au Delaware pour déterminer ce que constitue une IDI. Ces critères sont : un événement inconnu, une menace pour le potentiel de revenus dans leur ensemble et une « importance durable ». Bien que chacun de ces critères ait été démontré dans *Fairstone*, le tribunal a estimé qu'aucune IDI

ne s'était produite, car l'entente contenait une exclusion relative aux incidences découlant d'une situation d'urgence, dont une pandémie.

En déterminant s'il y avait eu contravention aux clauses d'exploitation dans le cours normal des affaires, le tribunal a estimé que celles-ci devaient être considérées par rapport à l'ensemble de l'opération. Compte tenu de l'exclusion des situations d'urgence, le tribunal a conclu qu'il serait inapproprié de se fonder sur la clause générale d'exploitation dans le cours normal des affaires pour rendre inopérante la clause portant spécifiquement sur les IDI. Se fonder sur la clause générale d'exploitation dans le cours normal des affaires reviendrait à ne pas tenir compte du contrat dans son ensemble, ce qui contreviendrait à une règle fondamentale en matière d'interprétation des contrats, et à le lire comme s'il s'agissait d'une série de clauses autonomes n'ayant aucun rapport les unes avec les autres. Le tribunal a également estimé que les mesures prises par l'entreprise cible en réponse à la pandémie étaient conformes à ses pratiques antérieures.

Cette décision s'écarte catégoriquement de celle rendue le 30 novembre 2020 par la Court of Chancery du Delaware dans l'affaire *AB Stable VIII LLC v. MAPS Hotels and Resorts One LLC, et al.* Dans cette cause, le tribunal du Delaware a estimé que les changements importants apportés aux activités de la cible en réponse à la pandémie de COVID-19 contrevenaient aux clauses relatives à l'exploitation dans le cours normal des affaires de l'entreprise, conformément à ses pratiques antérieures. Le tribunal en a conclu ainsi, même si la pandémie faisait l'objet d'une exclusion relative aux IDI. La décision a été portée en appel devant la Cour suprême du Delaware qui ne s'est pas encore prononcée.

L'affaire *Cineplex Inc. v. Cineworld Group plc* est la dernière cause relative à une occasion d'affaires manquée portée devant les tribunaux. La décision de la Cour supérieure de justice de l'Ontario n'a pas encore été rendue à la suite du procès terminé plus tôt en 2021. Cette cause soulève des questions d'interprétation des engagements d'exploitation dans le cours normal des affaires et des IDI, analogues à celles examinées dans les causes *Fairstone* et *AB Stable*, mais comporte également de nouvelles questions complexes en ce qui concerne les dommages-intérêts.

Le 16 décembre 2019, Cineworld et Cineplex ont conclu un arrangement en vertu duquel Cineworld a convenu d'acquiescer toutes les actions ordinaires émises et en circulation de Cineplex à raison de 34 \$ par action payables en espèces. L'opération était assujettie à un certain nombre de conditions, y compris l'obligation d'obtenir l'approbation requise en vertu de la *Loi sur l'investissement Canada (LIC)*, ainsi qu'une condition particulière stipulée au profit de Cineworld selon laquelle la dette nette de Cineplex ne devait pas excéder 725 millions de dollars à la clôture.

En réponse à la pandémie, Cineplex a pris un certain nombre de mesures pour réduire ses coûts. Entre autres, elle a mis en œuvre des stratégies de gestion de la trésorerie, réduit ses dépenses et cessé de payer ses tiers fournisseurs, tels que les locataires, les studios de cinéma et les distributeurs de films.

En juin 2020, Cineworld a retiré sa demande d'approbation, présentée en vertu de la LIC, et remis un avis de résiliation de l'arrangement au motif que Cineplex avait failli à son obligation d'exploitation dans le cours normal des affaires et qu'il existait des IDI. Pourtant, la définition d'IDI excluait une éclosion de maladie et attribuait expressément à Cineworld le risque de pandémie.

Au lieu d'intenter une action visant l'exécution en nature de la convention d'arrangement, Cineplex a accepté ce qu'elle considère comme la répudiation de l'arrangement par Cineworld et a plutôt intenté une action en dommages-intérêts. Le montant des dommages-intérêts réclamés par Cineplex comprenait 1,3 milliard de dollars au titre de la perte de

l'occasion d'affaire pour les actionnaires, soit un montant correspondant à la différence entre le prix de 34 \$ par action stipulé dans l'arrangement et le cours de l'action après la résiliation de la convention par Cineworld,. Pour la période de 52 semaines terminée le

1<sup>er</sup> décembre 2021, le prix de l'action de Cineplex a varié entre un minimum de 8,11 \$ et un maximum de 16,76 \$.

À la lumière de la décision *Fairstone*, Cineplex semble, à première vue, être en meilleure position, juridiquement, que la partie adverse. Cependant, Cineworld a cherché à s'écarter en partie de *Fairstone* en invoquant que les mesures prises par Cineplex en réponse à la pandémie de COVID-19 avaient davantage pour but de maintenir sa dette nette en deçà de 725 millions de dollars que de préserver, de bonne foi, la valeur de l'entreprise pour Cineworld.

Même en supposant que Cineplex gagne sa cause sur le fond du litige, la question des dommages-intérêts pose de sérieux problèmes. La convention d'arrangement a été conclue entre Cineplex et Cineworld. Les actionnaires de Cineplex ne sont ni parties à la convention ni tiers bénéficiaires aux termes de cette convention. C'est pourquoi Cineworld fait valoir que Cineplex n'a droit qu'aux dommages-intérêts liés au préjudice qu'elle a subi – et non aux dommages-intérêts liés au préjudice, soit la perte d'occasion d'affaires, subi par ses actionnaires.

Elle soutient également que Cineplex aurait pu se prévaloir de la clause de l'arrangement, relative à l'exécution en nature, mais a choisi de ne pas le faire. Si l'exécution en nature avait été demandée, puis accordée, Cineworld aurait été tenue de s'exécuter. On peut supposer que Cineplex a choisi de ne pas se prévaloir de ce recours, en partie à cause de l'incertitude de pouvoir contraindre, en pleine pandémie, Cineworld à obtenir l'approbation requise en vertu de la LIC. Nous ne savons pas exactement sur quelle base le gouvernement fédéral aurait jugé que l'opération présentait un « avantage net pour le Canada », car Cineworld aurait pu être contrainte de fermer des cinémas, de mettre à pied des employés et de ne pas respecter – du moins à court terme – les engagements habituels. De plus, l'arrangement ne prévoyait pas de frais de rupture au profit de Cineplex si Cineworld ne parvenait pas à obtenir l'approbation en vertu de la LIC.

Les avocats spécialisés en fusions et acquisitions attendent avec impatience cette décision. D'ici là, nous recommandons vivement aux entreprises d'examiner attentivement tout contrat contenant des engagements relatifs à l'exploitation dans le cours normal des activités et une définition des IDI en vue d'évaluer l'interaction de ces dispositions et s'assurer que les risques sont clairement attribués. Il est possible de négocier des conditions de clôture et des interdictions traitant spécifiquement de l'attribution des risques à l'une ou l'autre des parties et de les ajouter au contrat. Pour ce qui est des dommages-intérêts en cas d'échec de l'opération dû au défaut d'obtenir l'approbation réglementaire requise, les parties pourraient négocier des clauses d'indemnisation prévoyant le versement de dommages-intérêts liquidés en cas de rupture afin de limiter les risques pour l'acheteur et de garantir le paiement de dommages-intérêts au vendeur.

## Conséquences des swaps sur rendement total établis dans le cadre de stratégies d'accumulation de faibles participations

Le 12 juillet 2021, la commission des valeurs mobilières de l'Alberta (ASC) a rendu sa décision concernant l'offre publique d'achat (OPA) non sollicitée de Brookfield Infrastructure (Brookfield) visant Inter Pipeline Limited (IPL) et la proposition de chevalier blanc subséquente d'IPL de fusionner avec Pembina Pipeline Corporation (Pembina). Cette décision est la première au Canada à prendre en compte l'utilisation de produits dérivés pour acquérir

une position dominante dans la cible et aura probablement un effet dissuasif sur l'utilisation future de cette stratégie.

Entre mars et octobre 2020, Brookfield a acquis une participation financière globale dans les actions ordinaires d'IPL totalisant 19,65 % des actions en circulation d'IPL. De ce pourcentage, 9,9 % représentaient un risque financier dans IPL au moyen d'une série d'opérations liées à des swaps sur le rendement total réglées en espèces (collectivement, les swaps sur le rendement total). Entre novembre 2020 et janvier 2021, Brookfield et IPL ont engagé des discussions concernant l'acquisition potentielle d'IPL par Brookfield. Fin janvier 2021, le conseil d'administration d'IPL a fait savoir qu'il n'était pas prêt à donner suite à l'offre de Brookfield au prix indicatif de 18,25 \$ par action, payable en espèces, visant jusqu'à 20 % des actions ordinaires de Brookfield.

Le 10 février 2021, Brookfield a annoncé son intention d'offrir 16,50 \$ en espèces par action d'IPL ou 0,206 action ordinaire de Brookfield par action ordinaire d'IPL. Brookfield a officiellement lancé son offre 12 jours plus tard. Le 8 mars 2021, le conseil d'IPL a annoncé que l'offre de Brookfield avait été refusée. Le même mois, le conseil d'administration d'IPL a adopté un régime de droits complémentaires (une pilule empoisonnée). Dans ce nouveau régime de droits complémentaires, la définition de la propriété véritable (« *Beneficial Ownership* ») qui se trouvait dans le régime de droits des actionnaires existant d'IPL (le « régime de droits ») a été élargie afin que certains dérivés financiers, y compris les actions d'IPL assujetties aux swaps sur le rendement total, détenus par un acquéreur soient considérés comme détenus en propriété véritable.

Le 1<sup>er</sup> juin 2021, IPL a annoncé qu'elle avait conclu une opération de chevalier blanc avec Pembina, selon laquelle Pembina avait accepté d'acquérir chacune des actions ordinaires en circulation d'IPL en échange de 0,5 action ordinaire de Pembina aux termes d'un plan d'arrangement.

Le 4 juin 2021, Brookfield a haussé son offre à 19,50 \$ par action ordinaire d'IPL. L'offre bonifiée a été rejetée par le conseil d'administration d'IPL le 9 juin 2021. Un jour plus tard, Brookfield annonçait qu'elle avait entamé une procédure devant l'ASC, demandant, entre autres, l'intervention de l'ASC à l'égard des tactiques défensives d'IPL, tactiques que Brookfield jugeait inappropriées.

Le 18 juin 2021, Brookfield a révisé l'offre pour y inclure une option permettant aux actionnaires d'IPL de choisir une contrepartie en espèces à 100 % à son prix d'offre majoré. Brookfield a déclaré qu'elle était en outre prête à augmenter son offre à 20,40 \$ par action ordinaire d'IPL, sous réserve d'une contestation réussie, lors d'une audience de l'ASC, des frais de rupture de 350 millions de dollars (4,2 %) payables par IPL à Pembina dans le cas où IPL accepterait une proposition supérieure.

La procédure de Brookfield devant l'ASC contenait des demandes d'interdiction d'opérations sur le régime de droits et le régime de droits complémentaire d'IPL. Ces régimes avaient pour effet d'empêcher Brookfield d'acquérir 5 % des actions ordinaires d'IPL sur le marché, contrairement à ce qu'aurait permis le régime des offres publiques d'achat. De plus, Brookfield avait demandé à l'ASC d'interdire le plan d'arrangement proposé par Pembina ainsi que le versement de l'indemnité en cas de rupture qu'IPL avait accepté de verser à Pembina.

IPL avait déposé une demande reconventionnelle auprès de l'ASC afin d'obtenir des ordonnances obligeant Brookfield à divulguer publiquement les modalités importantes des swaps sur le rendement total et déclarant que les actions d'IPL visées par les swaps sur le rendement total (les actions assujetties aux SRT) étaient des valeurs appartenant en propriété véritable à Brookfield ou à une personne agissant conjointement ou de concert

avec Brookfield ou sur lesquelles Brookfield ou une telle personne exerçait un contrôle. Cela aurait eu pour conséquence d'exclure les actions assujetties aux SRT du calcul du dépôt minimal obligatoire de 50 %.

IPL avait également demandé une ordonnance pour que les droits de vote rattachés aux actions assujetties aux SRT soient réputés être exercés à la prochaine assemblée des actionnaires d'IPL relativement à l'arrangement avec Pembina, soit dans la même proportion pour et contre que la résolution spéciale des actionnaires d'IPL visant à faire approuver cet arrangement et de la même façon que tous les autres droits de vote rattachés aux actions ordinaires d'IPL exercés à l'assemblée ou, à titre subsidiaire, une ordonnance interdisant aux actionnaires d'exercer leurs droits de vote rattachés aux actions assujetties aux SRT à l'assemblée.

Elle a conclu que Brookfield n'avait pas démontré qu'IPL avait eu recours à des tactiques défensives inappropriées, soit en mettant en œuvre son régime de droits et son régime de droits complémentaires, soit en s'engageant à verser des frais de rapture.

En ce qui concerne la demande d'IPL, le comité de l'ASC, dans de brefs motifs exprimés verbalement au moment de rendre son ordonnance, a conclu que la participation économique dans les actions assujetties aux SRT avait été scindée du droit de propriété dans ces actions et du contrôle des voix sur celles-ci. L'ASC a donc conclu que les propriétaires des actions assujetties aux SRT n'avaient pas la même motivation de maximiser la valeur pour l'actionnaire que les autres actionnaires d'IPL.

L'ASC n'a pas déclaré que Brookfield était propriétaire véritable des actions assujetties aux SRT ni que la contrepartie aux SRT avait agi conjointement ou de concert avec Brookfield. Dans cette affaire, l'ASC a plutôt pris des mesures visant à traiter les préoccupations concernant le « vote vide ». L'ASC a également reconnu que l'identité des détenteurs des actions assujetties aux SRT ne pouvait pas être vérifiée. Par conséquent, l'ASC a ordonné le rajustement du dépôt minimal en réponse à l'offre de Brookfield à 55 % des actions ordinaires d'IPL – à l'exclusion de celles détenues en propriété véritable par Brookfield ou une personne agissant conjointement avec elle – (le dépôt minimal rajusté), de manière à ce que Brookfield ne puisse acquérir des actions ordinaires d'IPL dans le cadre de l'offre. Cette mesure corrective a eu un effet essentiellement équivalent à celui de considérer Brookfield comme le propriétaire véritable des actions assujetties aux SRT. De plus, l'ASC a ordonné à Brookfield de divulguer des renseignements supplémentaires à l'égard de la nature de sa relation avec la contrepartie aux swaps, y compris le nom de celle-ci ainsi que toute information importante relative à sa relation commerciale avec cette contrepartie.

L'ordonnance de l'ASC est particulièrement remarquable, compte tenu des déclarations et des positions de principe antérieures des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) à l'égard des produits dérivés. En 2013, les ACVM ont proposé que les investisseurs prennent en compte les « dérivés équivalents à des actions » – soit des positions sur des dérivés d'actions qui sont substantiellement équivalentes, sur le plan économique, à des participations en actions conventionnelles, y compris les swaps sur rendement total – dans le calcul de leur niveau de détention de titres en propriété véritable afin de déterminer si le seuil déclenchant l'obligation de déclarer a été franchi. La proposition initiale des ACVM visait à assurer une plus grande transparence à l'égard des avoirs cachés potentiels que les investisseurs avertis accumulent grâce aux instruments dérivés dans le but d'acquérir un risque financier dans une société ouverte tout en évitant l'obligation de le déclarer au public. Cependant, en 2014, les ACVM ont décidé de ne pas mettre en œuvre leur proposition, en raison de l'opposition au changement correctement structuré de la part des intervenants sur le marché. Ceux-ci considéraient, de façon générale, que les ACVM approuveraient ainsi tacitement l'utilisation de swaps sur le rendement total pour se constituer des participations sans être tenus de les déclarer au public ou de modifier les modalités de l'opération. Les motifs écrits des ACVM, qui n'ont pas encore été publiés, seront essentiels pour

comprendre les incidences de cette décision sur l'accumulation de faibles participations et sur les stratégies connexes.

## Politique de prévisibilité du régime des offres publiques d'achat et préservation du pouvoir des actionnaires

Depuis mai 2016, les offres publiques d'achat effectuées sous le régime du *Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat* sont assujetties à une obligation de dépôt minimal de plus de 50 % des titres en circulation de la catégorie visée dans l'offre, à l'exclusion de ceux que l'initiateur et les personnes agissant de concert avec lui détiennent en propriété véritable. Le 23 février 2021, la CVMO a publié les motifs de la première cause portant sur une demande de dispense discrétionnaire de l'obligation de dépôt minimal de 50 %, laquelle dispense a été refusée à ESW Capital Inc. (ESW), le principal actionnaire d'Optiva Inc. (Optiva).

ESW, détentrice d'environ 28 % des actions à droit de vote subalterne d'Optiva, avait demandé à la CVMO une dispense de l'obligation de dépôt minimal avant de lancer son offre non sollicitée visant l'acquisition des actions en circulation d'Optiva dont elle n'était pas encore propriétaire. Le prix d'offre d'ESW dépassait de 122 % le cours moyen pondéré en fonction du volume sur 20 jours et de 92 % le cours de clôture le plus élevé sur 10 jours. On s'attendait à ce que les actionnaires rivaux, Maple Capital Partners Inc. et EdgePoint Investment Group Inc. qui détenaient collectivement 40,5 % d'Optiva, rejettent l'offre d'ESW. Comme la participation de 28 % d'ESW devait être exclue du calcul, les participations de Maple Rock et d'EdgePoint étaient suffisantes pour empêcher que les actions déposées en réponse à l'offre d'ESW atteignent le seuil de 50 %, sauf si ESW obtenait une dispense discrétionnaire. ESW a soutenu que les deux initiés n'étaient pas alignés avec les actionnaires minoritaires. Par conséquent, ESW estimait que l'obligation de dépôt minimal devait exclure les actions d'ESW, de MapleRock et d'EdgePoint.

En rejetant la demande d'ESW, la CVMO a confirmé sa décision antérieure dans l'affaire *Aurora Cannabis Inc. (Re)* rejetant une demande visant à faire abréger le délai de dépôt minimal fixé à 105 jours. La CVMO a souligné le rôle essentiel de la prévisibilité de la réglementation des offres publiques d'achat afin d'assurer que les intervenants sur le marché aient une certitude raisonnable quant aux règles applicables en la matière. Sauf circonstances exceptionnelles ou comportements abusifs ou inappropriés, aucune dispense ne sera accordée.

Il est intéressant de comparer cette décision de la CVMO à celle de l'ASC dans l'affaire *Brookfield/Inter Pipeline*, dans laquelle l'ASC a choisi de modifier l'obligation de dépôt minimal.

L'obligation de dépôt minimal de 50 % en vertu du régime des offres publiques d'achat a notamment comme conséquence de renforcer l'influence des principaux actionnaires sur l'initiateur de l'offre et la société ciblée. Dans ses motifs, la CVMO a noté que cela pourrait entraîner l'absence totale d'offres ou l'incapacité des actionnaires de répondre à une offre. Les intervenants sur le marché noteront que la prime extraordinaire offerte par ESW a été insuffisante pour justifier l'octroi d'une dispense.

## Perspectives pour 2022

L'activité de fusion et d'acquisition au Canada a été remarquablement robuste à ce jour en 2021, comparativement à la même époque l'an dernier. Cela est compréhensible, compte tenu du climat d'incertitude et d'imprévisibilité qui régnait en 2020 en raison de la pandémie mondiale, des guerres commerciales, des tensions géopolitiques, de l'élection fédérale

américaine et de la fragilité du parlement minoritaire du Canada. Au cours des trois premiers trimestres de 2021, pas moins de 2 257 opérations de fusion et d'acquisition ont été annoncées, ayant une valeur totale d'environ 114 milliards de dollars. Cela représente une augmentation de près de 300 % de la valeur des opérations ainsi qu'une augmentation de près de 20 % du volume des opérations, par rapport à l'année précédente.

Le volume des opérations est attribuable à plusieurs facteurs. L'un de ces facteurs est la reprise des flux transfrontaliers, entrants et sortants, de fusions et des acquisitions. Un autre facteur est le déploiement actif de capitaux par les promoteurs de fonds d'investissement privés et d'autres fonds communs privés, notamment les fonds de pension, les fonds souverains, les fonds spéculatifs et les bureaux de gestion de patrimoine. Parmi les autres facteurs, mentionnons les fusions et acquisitions stratégiques dans le cadre des objectifs de croissance nationaux et mondiaux, les faibles taux d'intérêt et les marchés de capitaux d'emprunt et des actions qui ont facilité les opérations.

Ces moteurs fondamentaux de l'activité de fusion et d'acquisition demeurent solides. Par conséquent, nous continuons d'observer un cycle robuste pour cette activité alors que l'année 2021 tire à sa fin et prévoyons qu'il se poursuivra au premier semestre de 2022 dans plusieurs secteurs, dont ceux des technologies, de l'immobilier, des mines et métaux et des produits de consommation.