

Les avis quant au caractère équitable après l'affaire InterOil

3 MARS 2017 7 MIN DE LECTURE

Expertises Connexes

- [Énergie](#)
- [Fusions et acquisitions](#)
- [Gouvernance d'entreprise](#)
- [Marchés financiers](#)

Auteurs(trice): [Douglas Marshall](#), [Jeremy Fraiberg](#), Robert M. Yalden

La Cour suprême du Yukon a récemment publié les motifs pour lesquels elle a approuvé l'opération d'acquisition d'InterOil par Exxon Mobil [en anglais seulement : PDF], dont la clôture a eu lieu le 22 février 2017. La Cour d'appel du Yukon a bloqué l'arrangement initial de 2,3 milliards de dollars au motif qu'il n'était pas équitable et raisonnable, principalement en raison de la non-publication de l'analyse financière sous-jacente à l'avis quant au caractère équitable initial obtenu 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.

Aux termes de l'arrangement modifié, Exxon a maintenu son offre de 45 \$ US par action ordinaire d'Exxon et majoré le montant maximal de la contrepartie conditionnelle. 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) un avis quant au caractère équitable obtenu 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'un avis quant au caractère équitable rédigé par des conseillers financiers dont la rémunération dépend de quelque façon que ce soit du succès de l'arrangement. »

Cette déclaration du tribunal, si elle était adoptée plus largement, représenterait un tournant marqué par rapport à la pratique existante, et elle ne reflète que les lois du Yukon.

Les avis quant au caractère équitable ne sont pas requis par la loi dans le cadre d'opérations de vente de sociétés ouvertes canadiennes. Cependant, la pratique la plus courante sur le marché avant l'affaire InterOil consistait pour les conseils d'administration à obtenir un avis simplifié d'un conseiller financier autorisé à toucher une rémunération qui dépend du succès de l'opération. L'obtention d'un avis quant au caractère équitable aide les administrateurs à s'acquitter de leur obligation de diligence. En général, une analyse financière détaillée n'est incluse dans les avis quant au caractère équitable que dans le cas d'opérations avec une personne apparentée réalisées en vertu du *Règlement 61-101 sur les mesures de protection des porteurs minoritaires lors d'opérations particulières*.

La question de savoir si la pratique canadienne concernant les avis quant au caractère équitable 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. Cependant, les intervenants sur le marché n'ont pas adopté uniformément les trois pratiques suggérées par la Cour d'appel :

publication de l'analyse financière, publication de la rémunération des conseillers et obtention d'un avis contre rémunération fixe.

Par exemple, dans le cadre de l'acquisition proposée de Canexus Corporation par Chemtrade Logistics Inc. (qui n'a pas encore été réalisée), la Cour du Banc de la Reine de l'Alberta a rendu une ordonnance définitive même en l'absence d'avis quant au caractère équitable contre rémunération fixe. Ni Canexus ni ses deux conseillers financiers n'ont publié l'analyse financière détaillée sous-jacente aux avis. Les deux conseillers financiers avaient droit à une rémunération dépendant du succès de l'opération, qui n'a pas été publiée.

La Cour du Banc de la Reine de l'Alberta a également approuvé l'arrangement de Toro Oil & Gas Limited aux termes duquel celle-ci a été acquise par Steelhead Petroleum Ltd. Toro a obtenu un avis quant au caractère équitable simplifié type qui ne contenait pas l'analyse financière sous-jacente provenant de son conseiller, lequel avait droit à une rémunération dépendant du succès de l'opération non publiée. De plus, la Cour suprême de la Colombie-Britannique a approuvé l'acquisition de Merrex Gold Inc. par IAMGOLD Corporation, dans le cadre de laquelle Merrex a obtenu contre rémunération fixe non publiée un avis quant au caractère équitable simplifié qui ne contenait pas l'analyse financière sous-jacente.

L'acquisition de Perk Inc. par une filiale de RhythmOne plc a été approuvée par la Cour supérieure de justice de l'Ontario. Perk a obtenu un avis quant au caractère équitable d'un conseiller financier qui avait droit à une rémunération dépendant du succès de l'opération. L'avis quant au caractère équitable faisait état des méthodes d'évaluation considérées par le conseiller financier, mais non de l'analyse financière détaillée du conseiller financier ni de sa rémunération.

L'acquisition de Mettrum Health Corp. par Canopy Growth Corporation a également été approuvée par la Cour supérieure de justice de l'Ontario. Mettrum a obtenu un avis quant au caractère équitable contre une rémunération dépendant du succès de l'opération non publiée et un deuxième avis quant au caractère équitable contre rémunération fixe non publiée. Aucun de ces deux avis ne renfermait d'analyse financière détaillée. Cependant, l'avis obtenu contre rémunération fixe faisait état des méthodes d'évaluation considérées par le conseiller financier.

En ce qui concerne les comités indépendants, en cas d'opération présentant un véritable conflit d'intérêts, un comité indépendant recourant aux services de conseillers financiers et juridiques indépendants devrait être et pourrait devoir être établi aux fins de l'examen d'une proposition d'acquisition, de la supervision et de l'orientation des négociations et de la formulation de recommandations au conseil.

Toutefois, un comité indépendant n'est pas nécessaire dans tous les cas. Dans le cadre d'une opération de vente entre parties agissant sans lien de dépendance, l'ensemble du conseil pourrait être mis à contribution et chaque administrateur pourrait participer à toutes les délibérations. Dans d'autres circonstances, on pourrait décider de mettre sur pied un comité compte tenu des compétences relatives des administrateurs et du temps qu'ils peuvent consacrer à leurs fonctions.

Par ailleurs, si les conflits d'intérêts ne sont pas importants – comme si on perçoit que les membres de la direction pourraient être influencés par des éléments liés à leur maintien en poste ou aux paiements en cas de changement de contrôle – on peut analyser les conflits en excluant la direction et les administrateurs susceptibles de se trouver en situation de conflit d'intérêts des délibérations du conseil portant sur cette question, comme on le juge approprié dans les circonstances.

Il est encore trop tôt pour dire comment la pratique en matière d'avis quant au caractère

équitable évoluera après l'affaire InterOil. Un certain nombre de facteurs devront être examinés, notamment la question de savoir si l'opération est structurée comme un arrangement, le territoire où l'arrangement est conclu, le processus qui conduit à l'opération et la possibilité que l'arrangement soit contesté par les actionnaires. Il est recommandé aux émetteurs et aux conseillers financiers de choisir soigneusement, avec l'aide de leurs conseillers juridiques, l'approche optimale qui leur permettra de naviguer dans les eaux troubles que l'affaire InterOil a laissées sur son passage.