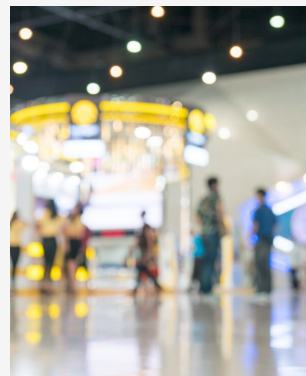


Un tribunal de l'Ontario accorde à Cineplex 1,2 milliard de dollars pour une « occasion d'affaires manquée »

17 DÉCEMBRE 2021 11 MIN DE LECTURE



Expertises Connexes

- [Fiscalité internationale](#)
- [Fusions et acquisitions](#)
- [Litiges en matière d'investissement privé et de fonds d'investissement](#)
- [Médias et divertissement](#)

Auteurs(trice): [Lauren Harper](#), [Alex Gorka](#), [Kevin O'Brien](#), [Shuli Rodal](#), [Jeremy Fraiberg](#), [Emmanuel Pressman](#), [Laura Fric](#)

En décembre 2019, Cineworld et Cineplex ont conclu un arrangement aux termes duquel Cineworld a convenu d'acquérir toutes les actions ordinaires en circulation de Cineplex à raison de 34 \$ par action payable en espèces.

L'opération était soumise à un certain nombre de conditions préalables, notamment que Cineworld obtienne l'approbation de la *Loi sur l'investissement Canada* (LIC), qu'il n'y ait pas d'effet défavorable important à la clôture et que Cineplex n'ait pas plus de 725 millions de dollars de dette bancaire à la clôture (la condition relative à la dette).

L'entente contenait également une clause (la clause d'exploitation) exigeant que Cineplex continue d'exercer ses activités dans le cours normal de ses activités et préserve ses activités pendant la période entre la date de l'entente et la conclusion de l'opération.

Il convient de noter que la clause d'effet défavorable important contient une clause précise pour les « épidémies ».

L'encre était à peine sèche quand la pandémie a frappé. En mars 2020, Cineplex a dû fermer ses salles de cinéma. Cineplex a pris plusieurs mesures pour réduire ses coûts, notamment des stratégies de gestion de la trésorerie telles que la réduction des dépenses et le report des paiements aux locataires et aux studios de cinéma.

En juin 2020, Cineworld a retiré sa demande en vertu de la LIC et a remis un avis mettant fin à la convention d'arrangement. Cineworld a allégué qu'elle avait le droit de résilier l'entente parce que Cineplex n'avait pas respecté la clause d'exploitation et d'autres engagements provisoires. Cineworld a allégué que Cineplex avait dévié de ses activités habituelles principalement pour pouvoir respecter la condition relative à la dette (qui aurait permis à Cineworld de se retirer de l'opération, si elle n'avait pas été remplie).

Au lieu de chercher à obtenir une exécution en nature aux termes d'une convention d'arrangement, Cineplex a accepté ce qu'elle a prétendu être la répudiation de l'entente par Cineworld et a intenté une action en dommages-intérêts, y compris des réclamations de 1,3 milliard de dollars pour la perte d'occasion d'affaires des actionnaires – la différence entre le

prix de l'accord de 34 \$ et le prix du marché après la résiliation de Cineworld, ou de 1,2 milliard de dollars pour les synergies perdues qui auraient été réalisées par Cineplex si l'opération avait été conclue.

La Cour estime que Cineworld n'avait aucune raison de résilier l'accord

Le procès s'est déroulé (par vidéoconférence) sur 20 jours à l'automne 2021. Les PDG des deux entreprises ont témoigné. Les deux parties ont présenté des preuves d'experts sur les dommages-intérêts.

La Cour a conclu que Cineworld n'avait pas le droit de résilier l'accord parce que Cineplex n'avait violé aucun de ses engagements, y compris la clause d'exploitation. En effet, la Cour a jugé que Cineworld ne pouvait pas interpréter la clause d'exploitation indépendamment des modalités sur les effets défavorables importants. Citant l'affaire Fairstone Financial Holdings Inc. c. Duo Bank of Canada, la Cour a conclu que l'interprétation de la clause d'exploitation préconisée par Cineworld – qui aurait exigé que Cineplex exerce ses activités pendant la pandémie exactement comme avant la pandémie – ne tenait pas compte d'autres dispositions de l'accord, notamment la clause d'effet défavorable important qui attribuait à Cineworld le risque d'une pandémie. Cineplex n'était pas tenue de mener ses affaires de façon identique à ce qu'elle avait fait avant l'entente; plutôt, sa conduite devait être « congruente, compatible et adhérer aux mêmes principes de pensée et d'action ».

La Cour a conclu que la conduite de Cineplex pendant la période transitoire était conforme à sa conduite antérieure. Cineplex n'a pas « vendu d'actifs, restructuré l'entreprise ou changé la nature de ses activités ». Au lieu de cela, elle a utilisé des outils de gestion de trésorerie temporaires, comme le report de paiements et la réduction des dépenses, afin de préserver les flux de trésorerie pendant la fermeture de ses cinémas, ce qui était conforme aux mesures que Cineplex avait utilisées pour gérer les ralentissements de l'activité dans le passé. Cineplex a reconnu avoir tenu compte de la condition d'endettement dans la gestion de sa trésorerie pendant la période transitoire, mais la Cour a jugé qu'il était commercialement raisonnable pour elle de tenir compte de toutes ses limites d'endettement pendant une pandémie.

La Cour a établi une distinction avec AB Stable VIII LLC c. MAPS Hotels and Resorts One LLC et al. (récemment confirmée par la Cour suprême du Delaware), où le tribunal a estimé que les changements importants apportés à l'activité du vendeur en réponse à la pandémie, y compris la fermeture de certaines opérations et le licenciement ou la mise au chômage technique de milliers d'employés, ont violé l'engagement relatif au cours normal des activités. La Cour a fait remarquer que dans l'affaire *AB Stable*, les mesures prises par le vendeur n'ont pas préservé l'entreprise, mais, au contraire, l'ont « vidée ». Ce n'est pas ce que Cineplex a fait ici.

1,2 milliard de dollars de dommages-intérêts pour « perte de synergies »

Le fondement de l'attribution de 1,2 milliard de dollars de dommages-intérêts par la Cour constitue un aspect intéressant de la décision. À notre connaissance, il s'agit de la première décision canadienne dans laquelle un tribunal a accordé des dommages-intérêts à une société sur la base de sa « perte de synergies » à la suite d'une opération de fusion et d'acquisition résiliée de façon inappropriée.

Avant d'évaluer les dommages-intérêts, la Cour a d'abord abordé l'argument de Cineworld selon lequel Cineplex aurait dû demander l'exécution en nature de l'accord. La Cour a estimé que l'exécution en nature n'était pas une solution appropriée dans le contexte où Cineworld avait retiré sa demande d'approbation en vertu de la LIC.⁽¹⁾

La Cour s'est ensuite penchée sur l'évaluation des dommages-intérêts fondés sur l'attente de Cineplex, en appliquant la règle bien établie en matière de dommages-intérêts contractuels selon laquelle les parties doivent être placées dans la même position que si le contrat avait été exécuté.

Cineworld n'a pas contesté le droit, de Cineplex, à ses frais d'opération (5,5 millions de dollars), mais a pris la position que c'était là toute l'étendue des dommages-intérêts de Cineplex. Cineplex a demandé des dommages-intérêts fondés sur l'attente sur deux bases principales. La perte d'occasion d'affaires par les actionnaires (1,3 milliard de dollars) et la réalisation de perte de synergies à la conclusion de l'opération (1,2 milliard de dollars) incarnent ces fondements.

Dans un premier fondement, Cineworld a fait valoir que Cineplex n'avait droit qu'aux dommages-intérêts liés au préjudice qu'elle a subi – et non à ceux liés à la perte d'occasion d'affaires subie par ses actionnaires. La Cour a acquiescé. L'arrangement a été conclu entre Cineplex et Cineworld. Les actionnaires de Cineplex n'étaient pas parties à l'arrangement, et n'étaient que de tiers bénéficiaires dans le but de percevoir la contrepartie si l'opération était conclue.

Sur le second fondement, la Cour a jugé que Cineplex avait droit à la valeur actualisée des « synergies ». Elle les aurait réalisées à la suite de la conclusion de l'opération (*par exemple*, la réduction des effectifs et des dépenses, et l'augmentation des revenus). Le fait que le cabinet d'experts-comptables de Cineworld avait calculé ces synergies avant la signature de l'accord constituait la preuve au procès. Ces calculs (dont la valeur actualisée avait été calculée par l'expert de Cineplex) ont servi de base à la sentence.

Il s'agit d'une conclusion notable. Traditionnellement, une opération occasionne les synergies considérées comme des avantages qui profitent à l'acheteur, et non au vendeur. Cela explique en partie pourquoi les actionnaires du vendeur reçoivent une prime lors d'une opération de changement de contrôle.

La perte de synergies en tant que principal préjudice soulève également un certain nombre de problèmes de calcul. Normalement, la capacité à réaliser des synergies est soumise à des mesures ultérieures qu'un acheteur doit prendre, notamment, des modifications de la structure du capital et de la gestion du vendeur (et, le cas échéant, de l'acheteur ou de l'entreprise regroupée). Cineworld a fait valoir que si la Cour prenait en considération ces synergies, elle devait également tenir compte de la charge de la dette supplémentaire (et importante) que Cineplex aurait dû assumer après l'opération. La Cour a rejeté ces arguments, citant l'absence de preuves sur ces points au procès.

Points à retenir

À la lumière de la décision de la Cour, les parties devraient anticiper que les engagements relatifs au cours normal des activités et la définition en vertu de l'EDI seront interprétés sur la base de l'accord dans son ensemble – soit en évaluant comment l'acheteur et le vendeur s'étaient réparti le risque de survenance d'événements futurs entre la signature et la clôture. Compte tenu des décisions rendues dans les affaires *Cineplex* et *Fairstone*, les clauses relatives au cours normal des activités seront interprétées de manière à permettre au vendeur, en réponse à la survenance d'un événement dont l'acheteur a endossé le risque,

d'administrer l'entreprise d'une manière conforme à la gestion du vendeur dans des circonstances semblables, tant que ses actions sont prises de bonne foi en ne « changeant pas de manière importante la nature de l'entreprise ou en n'ayant pas un impact durable qui perturberait l'acquéreur dans l'exploitation de celle-ci après la clôture ».

L'exécution en nature a été le recours privilégié pour un vendeur dans une opération de fusion et d'acquisition échouée si l'objectif consiste à s'assurer que les actionnaires reçoivent la contrepartie promise par l'opération. Si l'exécution en nature n'est pas disponible, ou si le vendeur préfère ne pas chercher à obliger l'acheteur à conclure l'opération, des dommages-intérêts peuvent également être accordés. Toutefois, l'inclusion des actionnaires du vendeur comme tiers bénéficiaires à l'accord ne constitue pas la norme actuelle du marché. Par conséquent, le fait que les dommages-intérêts du vendeur n'incluent pas la perte de la contrepartie payable aux actionnaires constitue un risque.

C'est sur cette base que la Cour, de façon non surprenante, a rejeté l'argument selon lequel les dommages fondés sur l'attente de Cineplex comprenaient la perte de la contrepartie qui, autrement, aurait été payable aux actionnaires. Fait intéressant, l'attribution de dommages-intérêts fondée sur la perte de synergies a donné lieu à un montant presque équivalent au préjudice allégué de l'actionnaire. La possibilité d'accorder des dommages-intérêts sur la base des synergies perdues peut être considérée comme une évolution positive pour les vendeurs. Il sera intéressant de voir si de telles réclamations deviennent fréquentes, et si c'est le cas, les preuves nécessaires pour les étayer.

^[1] Nous notons que la formulation exacte de la Cour était que Cineplex était [TRADUCTION] « empêché » de demander une exécution en nature en raison du retrait par Cineworld de la demande en vertu de la LIC. Cela pourrait peut-être être interprété comme une décision de la Cour selon laquelle le recours à l'exécution en nature n'était pas *du tout* disponible pour Cineplex – par opposition au fait qu'il ne s'agissait pas du recours approprié ou pratiquement disponible en raison des circonstances factuelles uniques. Selon le reste du raisonnement de la Cour, nous pensons que la dernière interprétation est probablement correcte et conforme au droit établi.