

BALADO SUR LES MARCHÉS FINANCIERS : TOUT CE QUE VOUS DEVEZ SAVOIR SUR LES OPÉRATIONS DE FERMETURE DE CAPITAL

Publié le 31 mai, 2023

Catégories: [Perspectives](#), [Balados](#)

Dans cet épisode, [Ouvedi Rama Naiken](#) et [Patricia Chehadé](#), du groupe [Marchés financiers et valeurs mobilières](#), s'entretiennent avec l'avocate spécialisée en marchés financiers et valeurs mobilières, [Cynthia Sargeant](#), sur les diverses facettes des opérations de fermeture de capital au Canada.

Notons que ce qui suit ne fournit qu'un aperçu du sujet et ne saurait en aucun cas être interprété comme des conseils juridiques. L'auditoire ne doit pas se fonder uniquement sur ce balado pour prendre une décision, mais devrait plutôt obtenir des conseils juridiques précis.

Transcription [traduction]

Ouvedi Rama Naiken : Bonjour à tous et à toutes et bienvenue au balado sur les marchés financiers, une série d'épisodes qui traitent de questions d'actualité du droit des marchés financiers et des valeurs mobilières. Je m'appelle Ouvedi Rama Naiken.

Patricia Chehadé : Et je m'appelle Patricia Chehadé. Nous sommes toutes deux sociétaires du groupe des marchés financiers chez McMillan. Nous animerons ensemble l'épisode d'aujourd'hui.

Ouvedi Rama Naiken : Nous sommes heureuses de recevoir notre invitée spéciale, Cynthia Sargeant, associée au sein du groupe des marchés financiers. Dans sa pratique, elle représente des sociétés ouvertes et fermées et sait traiter avec efficacité les questions juridiques dans le domaine des fusions et acquisitions notamment. Bonjour Cynthia, merci de te joindre à nous.

Cynthia Sargeant : Bonjour, je vous remercie de m'accueillir.

Patricia Chehadé : Le sujet de l'heure et de notre épisode d'aujourd'hui : les opérations de fermeture de capital. Pendant la dernière année, on a régulièrement vu les médias annoncer que des sociétés connues entendaient fermer leur capital. Dernièrement, le *Globe and Mail* publiait un article intéressant sur les raisons qui motivaient la direction d'une société de services financiers de plein exercice à inciter ses actionnaires à

fermer le capital de la société en vendant leurs actions aux dirigeants.

Une autre opération de fermeture de capital a aussi fait la manchette, soit l'acquisition de Twitter par Elon Musk pour la somme de 44 milliards de dollars, ce qui a causé le retrait du titre de la Bourse de New York, entre autres changements importants.

Ouvedi Rama Naiken : Cette acquisition fort médiatisée et la gestion du réseau social ne cessent de susciter la controverse. Elles soulèvent de nombreuses questions, notamment pourquoi M. Musk croit-il qu'il ne sera possible de réaliser sa vision et d'atteindre ses objectifs pour Twitter qu'avec une structure de société fermée? En quoi la société fermée est-elle plus avantageuse que la société ouverte, et à quel type de risque M. Musk expose-t-il Twitter avec cette opération?

Ces questions ont inspiré notre sujet d'aujourd'hui, c'est-à-dire les répercussions d'une opération de fermeture du capital. Donc, pour commencer, Cynthia, pourriez-vous définir ce qu'est une opération de fermeture de capital?

Cynthia Sargeant : Bien sûr. Une opération de fermeture de capital est une opération qui a pour objet de convertir une société qui compte de nombreux actionnaires et qui est inscrite à la cote d'une bourse, ce qu'on appelle une société ouverte, en société non inscrite en bourse avec une poignée d'actionnaires, voire un seul. Selon l'opération, la direction actuelle et les principaux actionnaires peuvent demeurer en poste, mais ce n'est pas nécessairement le cas.

Patricia Chehadé : Merci, Cynthia, pour cette définition complète. Maintenant, pouvez-vous nous dire quels sont les avantages et désavantages d'une opération de fermeture de capital?

Cynthia Sargeant : Certainement. Comme vous l'avez dit, on peut observer le déroulement de certains aspects de ces opérations quand elles sont médiatisées, mais nous traiterons du sujet de façon plus générale aujourd'hui. L'avantage pour une société de fermer son capital est de ne plus avoir à rendre des comptes à ses actionnaires, ce qu'on appelle les obligations d'information continue. Beaucoup de sociétés qui se transforment en sociétés ouvertes le font sans tenir compte des coûts en temps et en argent de la production des rapports trimestriels et annuels et autres déclarations requises tout au long de l'année. Les sociétés fermées n'ont pas ce fardeau. En outre, on peut ainsi écarter, du moins en partie, la menace d'une offre publique d'achat hostile. Pensons notamment à Teck, pour prendre un exemple actuel au Canada. Il est beaucoup plus difficile d'acheter les actions d'une société fermée; les actionnaires ne pourront qu'en convenir. Nous verrons plus tard qu'il y a divers moyens pour les sociétés ouvertes d'acquérir une société fermée. Il est aussi possible d'acheter la société à bon prix; en effet, l'affaissement du cours du marché est un bon moment pour fermer son capital.

En même temps, la fermeture du capital n'a pas que des avantages. Nombre de sociétés ont fait un premier appel public à l'épargne pour mobiliser des capitaux. Quand une société ferme son capital, elle se prive de moyens de financement. De plus, les opérations de fermeture de capital sont coûteuses. Il faut recourir aux services de conseillers juridiques, parfois même de conseillers financiers, sans compter les fonds requis pour l'acquisition elle-même.

Enfin, on peut se retrouver à mettre par inadvertance la société aux enchères si le marché ne considérait pas la possibilité d'une fermeture du capital pour la société. Donc, la direction, trouvant bonne l'idée d'acheter la société, décide d'aller de l'avant et fait son offre, mais, ô surprise, doit composer avec des offres concurrentes et pourrait donc voir la société lui échapper ou devoir payer plus cher que prévu. Voilà quelques-uns des avantages et désavantages à prendre en compte avant de fermer le capital d'une société.

Patricia Chehadé : Un autre grand avantage est qu'en fermant le capital, la direction peut exercer une plus grande emprise sur les décisions commerciales. Rappelons qu'à la fermeture du capital de Twitter, M. Musk affirmait que Twitter avait le potentiel de s'imposer comme la plateforme de la liberté d'expression partout dans le monde, mais ne pourrait ni prospérer ni remplir son rôle si la société restait ouverte.

Une fois l'acquisition réalisée et Twitter retirée de la cote de la bourse, M. Musk a été en mesure d'apporter des changements profonds à la société, notamment en limogeant la haute direction et en ajoutant diverses fonctions, comme l'option tarifée de vérification de l'identité.

Ouvedi Rama Naiken : Merci, Patricia. Ce type d'opération ne manque certainement pas de soulever d'intéressantes questions, surtout quand on pense à Twitter et Elon Musk. Pour aller dans la même veine, une réussite qui, je crois, est souvent citée quand on parle d'opération de fermeture de capital est un autre exemple issu des États-Unis : Dell. Cette société du secteur des technologies a fermé son capital en 2013 dans le cadre d'une opération évaluée à 24,9 milliards de dollars américains.

À l'époque, la société ne se portait pas très bien, l'arrivée des téléphones intelligents ayant porté un dur coup aux ventes d'ordinateurs personnels. Le fondateur, Michael Dell, a cru essentiel de réaligner la stratégie à long terme de l'entreprise sur les solutions informatiques pour les grandes entreprises plutôt que sur la seule fabrication d'ordinateurs personnels.

Il soulignait que ce réalignement stratégique serait impossible à opérer dans le cadre d'une société ouverte, car les profits à court terme en souffriraient, ce qui ferait plonger le cours de l'action. S'ensuivrait par conséquent une perte de confiance, et la réputation de la société en souffrirait. Après une course aux procurations et un vote des actionnaires, la société a fermé son capital et s'est retirée du NASDAQ. En 2018, cinq ans après la fermeture de son capital et la réalisation de la vision et du nouveau plan d'affaires de Michael Dell, la société s'est de nouveau transformée en société ouverte en offrant une nouvelle catégorie d'actions. Cynthia, pourriez-

vous broser le portrait de la structure d'une opération de fermeture de capital au Canada?

Cynthia Sargeant : Oui, bien sûr. Je pense que les cas que vous avez soulignés sont très à propos. Il va sans dire qu'en fermant le capital, on a un contrôle absolu sur les activités de la société. Et rappelons qu'on n'est pas encombré par une pléthore de rapports à produire et autres obligations à court terme. En ce qui a trait à la structure de ce type d'opération au Canada, trois avenues s'ouvrent à nous : offre publique d'achat, plan d'arrangement approuvé par un tribunal, ou regroupement.

Chaque avenue a ses avantages et désavantages. Soulignons que dans le cas d'une offre publique d'achat hostile, c'est-à-dire que la société qu'on veut acquérir s'y oppose, la seule option est l'offre publique, car le regroupement et le plan d'arrangement ne peuvent se faire sans le consentement de la société.

Voilà déjà un premier facteur à considérer. Il y en a d'autres, par exemple : l'échéancier de l'acquisition, les répercussions fiscales, l'approbation, la réglementation. Ils joueront indubitablement sur la décision concernant la structure à privilégier. Je peux expliquer les divers types d'opérations si vous voulez.

Patricia Chehadé : Oui, allons-y.

Cynthia Sargeant : D'accord. Donc, en général, une offre publique a lieu quand une personne offre d'acquérir au moins 20 % des actions en circulation d'une société, cette personne pouvant agir seule, conjointement ou de concert avec d'autres. Rappelons que ces termes ont un sens précis dans le domaine juridique. Il est donc toujours important, comme pour toute opération, d'obtenir des conseils juridiques. Il faut insister sur ce point. L'information que nous donnons ici est générale; toute personne qui entend effectuer ce type d'opération doit obtenir des conseils juridiques complets.

Dans les aspects importants propres aux offres publiques, notons le fait que la contrepartie offerte doit être identique pour tous les porteurs de titres : si on offre une contrepartie en espèces à un actionnaire, il faut faire de même avec tous les autres.

Sauf quelques exceptions rigoureusement encadrées, les accords parallèles sont interdits. Il n'est pas permis de conclure avec certains porteurs de titres des accords de garantie qui auraient pour effet de bonifier leur contrepartie par rapport aux autres. Si on offre une contrepartie en espèces au lieu d'actions de sa société, la contrepartie en actions étant assez courante quand une société ouverte tente d'en acquérir une autre, il faut disposer des liquidités au moment de déposer l'offre publique. Ça n'empêche pas le financement; il faut cependant que les mécanismes de financement soient en place. Des conditions s'appliquent à l'offre. Les détenteurs d'au moins 50,1 % des titres faisant l'objet de l'offre publique doivent accepter l'offre, qui, vous le savez, doit rester ouverte durant au moins 105 jours. Ce ne sont là que quelques-uns des points à considérer pour une offre publique.

Il y a aussi le fait que, dans une offre publique, il est peu probable que l'acheteur acquerra l'ensemble des actions. De plus, il y a toujours quelqu'un qui détient des actions et qui ne fait pas attention aux offres publiques d'achat, qui a oublié ces actions ou qui ne comprend tout simplement pas. Par conséquent, l'offre publique doit habituellement être suivie d'une opération d'acquisition ultérieure. Le nombre d'actions acquises dans le cadre de l'offre publique déterminera la nature de l'opération ultérieure. Ce n'est là qu'un autre facteur à considérer.

Dans le cadre d'un plan d'arrangement, qui est un processus de restructuration supervisé par un tribunal en application de la loi régissant les sociétés ouvertes devant être autorisé par le tribunal et les porteurs de titres, le tribunal détermine si l'arrangement est juste et équitable pour toutes les parties. On observe à l'heure actuelle que les opérations les plus amicales sont généralement issues d'un plan d'arrangement. Pour exécuter un plan d'arrangement, il faut d'abord conclure un accord avec la société, puis obtenir du tribunal une ordonnance provisoire qui établit la marche à suivre pour obtenir l'autorisation des actionnaires et d'autres questions. Ensuite, vous devez obtenir l'autorisation des actionnaires.

Selon le type d'opération, vous pourriez avoir besoin de l'appui de $66 \frac{2}{3}$ % des actionnaires. Vous en aurez certainement besoin. C'est la base, ces $66 \frac{2}{3}$ % de l'ensemble des actionnaires, ce qui n'exclut pas des opérations particulières, notamment s'il y a un initié, que nous appelons une partie intéressée, qui pourrait considérer un avantage accessoire. Il est possible que vous deviez également obtenir l'autorisation de la majorité des porteurs minoritaires, ce qui veut dire que certaines actions seront exclues du vote et que vous devez obtenir la majorité requise de 50,1 % quant au reste de ces actions pour que l'opération soit approuvée. Par exemple, si j'étais une membre de la direction et actionnaire qui entendait acheter ma propre société, je serais exclue du vote des 50,1 %.

Si les actionnaires donnent leur autorisation, la prochaine étape consiste à obtenir une ordonnance définitive du tribunal. C'est à ce moment que le tribunal se prononce sur le caractère juste et raisonnable de l'arrangement, appuyé par un avis sur le caractère équitable. Vous avez sûrement remarqué certaines différences avec l'offre publique dans l'explication, notamment que la contrepartie offerte aux actionnaires dans le cadre d'un plan d'arrangement peut varier d'un actionnaire à l'autre, ce qui peut être pratique s'il y a plusieurs catégories d'actions ou si on veut bonifier la contrepartie offerte aux fondateurs, par exemple. Selon la structure, la variabilité des contreparties est habituellement ce qui motive le vote de la majorité des porteurs minoritaires. Contrairement à l'offre publique, qui donne lieu généralement à une opération d'acquisition ultérieure, le plan d'arrangement permet d'acquérir l'ensemble des actions. Une opération au moyen d'un plan d'arrangement permet de tout obtenir. Parce que l'opération est amicale, il est possible de faire sa planification fiscale et sa vérification diligente. Dans le cas d'une offre publique amicale, la planification fiscale et la vérification diligente sont aussi possibles, mais dans celui d'une hostile, la société s'y oppose.

Dans le cas d'une contrepartie en actions, le droit des valeurs mobilières américain prévoit une exemption. Il est toujours possible d'offrir une contrepartie en actions dans le cadre des autres structures, mais il faut plus de préparation. Il y a une marche à suivre claire pour les plans d'arrangement.

Soulignons, par contre, que pendant l'audience où le tribunal doit se prononcer sur le caractère équitable, les intéressés peuvent exprimer leur opposition en vue de convaincre le tribunal à se prononcer contre l'opération, ce qui pourrait la bloquer. C'est rare sur le marché canadien, mais pas impossible.

Il y a donc deux principales avenues. Autre possibilité : le regroupement, qui se fait également dans le cadre d'une opération amicale. Parce que l'autorisation du tribunal n'est pas requise, le regroupement est parfois plus rapide que le plan d'arrangement. C'est une étape en moins. L'approbation des porteurs de 66 2/3 % des droits de vote est toujours requise et s'obtient habituellement par l'acquéreur en établissant une filiale dans le même territoire que la société visée. Donc, pour acheter une société ontarienne, il faut être un acheteur ontarien. Une fois l'autorisation des actionnaires obtenue, les deux sociétés se regroupent. Voilà une présentation très générale des trois structures d'opération. Avez-vous des questions?

Ouvedi Rama Naiken : Je me demandais. Entre le plan d'arrangement et le regroupement, nous diriez-vous lequel est le plus courant au Canada?

Cynthia Sargeant : Le plan d'arrangement, sans conteste. Pour ce que la souplesse de cette structure permet. Pour plusieurs, l'autorisation du tribunal à l'achat d'une société ouverte est rassurante. C'est un argument de poids pour faire valoir l'opération. D'ailleurs, l'opération est devenue si courante qu'elle s'impose tout naturellement.

Ouvedi Rama Naiken : D'accord. Diriez-vous que les offres publiques d'achat hostiles sur le marché canadien sont rares ou fréquentes?

Cynthia Sargeant : Beaucoup plus rares, assurément. C'est dû, je crois, au fait que l'acheteur veut pouvoir faire sa vérification diligente, et que cela permet à la société de vendre à un meilleur prix. Donc, il n'y a pas beaucoup d'offres publiques hostiles. De plus, une offre hostile peut souvent devenir amicale si la société visée ne peut plus nier l'évidence et qu'il n'y a aucun autre acheteur. À ce moment-là, la société essaiera de communiquer avec l'acquéreur pour lui demander un meilleur prix si elle baisse les armes. Il y a aussi des cas où une offre hostile pose bien des difficultés. Surtout s'il faut obtenir tout un lot d'autorisations réglementaires. Il peut être plus difficile d'obtenir ces autorisations si la société visée s'oppose à l'opération.

Ouvedi Rama Naiken : D'accord.

Patricia Chehadé : Revenons au plan d'arrangement, vous avez dit que l'une de ses caractéristiques est son autorisation par le tribunal. Peut-il arriver qu'un plan d'arrangement non contesté soit rejeté par le tribunal? Et

si oui, est-ce que ça arrive souvent?

Cynthia Sargeant : Sans contestation, ce serait difficile : les acheteurs potentiels ont pris l'habitude de se présenter au tribunal avec le soutien approprié, et il est très courant de voir les sociétés étayer leur opération avec ce qu'on appelle un avis sur le caractère équitable. Cet avis indépendant indique que la contrepartie offerte aux actionnaires est juste et raisonnable dans le contexte, ce qui est un gros argument en faveur de l'opération pour le tribunal et confirme que l'opération a été bien montée. De plus, si on a présenté au tribunal un taux d'approbation élevé, disons 90 % des actionnaires présents à l'assemblée où le vote a eu lieu, en plus de l'avis sur le caractère équitable, le tribunal tend à confirmer que l'opération est juste et raisonnable. J'ajouterai que le droit canadien n'exige pas d'avis sur le caractère équitable, mais qu'il est devenu pratique courante. Tout le monde le fait.

Patricia Chehadé : Nous avons parlé de l'avis sur le caractère équitable et insisté sur l'autorisation des actionnaires, quelle que soit la structure de l'opération, qui doit se fonder sur la majorité des actionnaires minoritaires. Y a-t-il d'autres facteurs dont une société envisageant la fermeture de son capital devrait tenir compte?

Cynthia Sargeant : Oui, mais je dois préciser avant toute chose que dans le cas d'une offre publique d'achat, ce n'est pas l'autorisation des actionnaires qui compte, mais le nombre de personnes qui déposent leurs actions. C'est une petite différence, mais il faut néanmoins, comme nous le disions plus tôt, le dépôt d'actions de 50,1 % des actionnaires.

Habituellement, le seuil est établi plus haut, à 66 2/3 %, soit à peu près le même « taux d'approbation » que le plan d'arrangement, ce qui assure la tenue de l'opération d'acquisition ultérieure. Petite clarification à apporter.

Cela dit, oui, d'autres facteurs sont également à prendre en compte. Au Canada, la Norme multilatérale 61-101, qui est applicable dans la majorité des provinces, mais pas dans toutes, encadre, comme nous l'avons vu plus tôt, les cas où il y a des parties intéressées ou des parties qui pourraient profiter d'avantages particuliers dans l'opération. C'est dans cette norme que les exigences sur le vote majoritaire des porteurs minoritaires sont énoncées. D'autres exigences sont établies pour certains types d'opérations où une évaluation officielle est requise. C'est pratique courante, par exemple, quand la direction veut acheter la société. Il faut recourir, dans ce cas, à un évaluateur indépendant, normalement une société comptable ou une banque d'investissement.

Il est facile de comprendre pourquoi. Les membres de la direction ont accès à de l'information privilégiée, notamment la valeur réelle de la société. Comment les actionnaires peuvent-ils savoir que le prix est bon? L'idée est donc de faire appel à un évaluateur indépendant pour établir la valeur de la société. Ce n'est pas la même chose qu'un avis sur le caractère équitable.

Une autre chose à considérer est le droit à la dissidence. Le droit à la dissidence est le droit des actionnaires de s'opposer à un regroupement ou à un plan d'arrangement et d'obtenir, par la suite, la juste valeur de leurs actions.

Cette juste valeur peut correspondre ou non à l'offre. Elle est établie par le tribunal. Pour exercer son droit à la dissidence, l'actionnaire doit informer la société à la réception de l'avis de son intention d'exercer son droit. Le processus de dissidence peut être long et coûteux. Rappelons qu'on en arrive presque toujours à un processus judiciaire où chaque partie doit produire ses experts relativement à la juste valeur. Il est donc assez rare de voir un processus de dissidence mené à terme. Il faut donc que ce soit un actionnaire important, bien capitalisé et pour qui le jeu en vaut la chandelle.

Il reste que ces droits sont importants dans le cadre d'un arrangement ou d'un regroupement. Soulignons que les actionnaires qui exercent leurs droits à la dissidence ne visent pas à arrêter l'opération, car les actions seront néanmoins achetées si l'opération est dûment approuvée. C'est la valeur de leurs actions qui les intéressent. C'est pourquoi certains acheteurs établissent un plafond de dissidence dans l'accord, c'est-à-dire que l'opération sera conclue si moins de 5 ou 10 % des actionnaires, habituellement, exercent leurs droits de dissidence.

L'acheteur procède ainsi pour ne pas avoir à payer plus que prévu. Il ne veut pas avoir à composer avec 30 % des actionnaires qui demandent la juste valeur de leurs actions, que le tribunal peut établir bien au-delà du montant de l'offre, sans savoir à quoi s'attendre. C'est le pourquoi du plafond. Par contre, je le répète, franchement, ce n'est pas un problème dans les opérations au Canada.

Patricia Chehadé : Merci, Cynthia, d'avoir été des nôtres. Nous avons été très heureuses de vous entendre sur ce sujet. On peut donc conclure, après tout ça, que les opérations de fermeture de capital sont une avenue qu'il serait sage d'explorer, surtout si on considère l'état actuel des marchés financiers. Bref, l'acquisition d'une société peut être très rentable pour les actionnaires et les chefs de la direction, alléger les exigences réglementaires et les obligations d'information, un avantage des sociétés fermées, et donner à la direction une plus grande emprise sur les activités de la société. Toutefois, rappelons que le processus peut être assez coûteux.

Ouvedi Rama Naiken : Le groupe des marchés financiers de McMillan peut vous aider si vous avez des questions sur les opérations de fermeture de capital. Nous sommes Ouvedi et Patricia, de McMillan. Merci d'avoir été des nôtres.