

## La Cour rejette le prix négocié comme indicateur de la juste valeur dans une décision en matière de dissidence

22 FÉVRIER 2019 8 MIN DE LECTURE

### Expertises Connexes

- [Fusions et acquisitions](#)
- [Litiges en matière d'investissement privé et de fonds d'investissement](#)
- [Mines et ressources naturelles](#)

Auteurs(trice): [Emmanuel Pressman](#), [Jeremy Fraiberg](#), [Brett Anderson](#), [Alex Gorka](#), [Kevin O'Brien](#)

### Introduction

Dans une décision extraordinaire, la Cour suprême du Yukon (la « Cour ») a accordé aux actionnaires dissidents, dans la cause *Carllock c. ExxonMobil Canada Holdings ULC (ExxonMobil)*, une prime de 43 % sur le prix négocié dans le cadre de l'acquisition d'InterOil par ExxonMobil, en 2017. Le prix bonifié, de 71,46 \$ US l'action, est d'autant plus étonnant que le prix négocié de 45 \$ US offert par ExxonMobil, majoré d'un paiement de ressources conditionnel évalué à un peu moins de 5,00 \$ US l'action, constituait lui-même une offre supérieure à une opération antérieure avec Oil Search, qui avait été avalisée par le conseil. De plus, l'opération avait été approuvée par une forte majorité des actionnaires, non pas une seule fois, mais deux fois en raison d'un litige relatif à la divulgation d'information.

Si la décision n'est pas infirmée en appel, l'attribution d'une prime aussi importante sur le prix d'achat négocié envoie aux intervenants du marché le message que le processus utilisé par les parties à une opération dans le cadre de la négociation d'une fusion pourrait être revu par les tribunaux en cas de dissidence des actionnaires. La décision s'écarte également des conclusions de la récente jurisprudence provenant du Delaware qui fait preuve de déférence envers le prix négocié et qui retient celui-ci comme indicateur de la juste valeur. Si la décision est maintenue, cela pourrait encourager de plus en plus d'actionnaires à exercer leur droit à la dissidence.

### Droits à la dissidence au Canada

Les actionnaires ont droit à la dissidence à l'égard de plusieurs types d'opérations, et de modifications touchant la société. Lorsque l'approbation des actionnaires est requise pour qu'une société puisse apporter une modification fondamentale, comme un arrangement, les actionnaires ont le droit d'exprimer officiellement leur dissidence et de faire racheter leurs actions à leur juste valeur. Cela garantit que, même si les autres actionnaires approuvent l'opération ou la modification, l'actionnaire dissident n'est pas tenu d'en subir les conséquences. L'actionnaire dissident et la société doivent suivre le processus prescrit par la loi aux fins d'arriver à une entente sur la juste valeur des actions. S'ils n'y parviennent pas, il reviendra au tribunal de fixer cette juste valeur.

La jurisprudence canadienne relative à l'exercice du droit à la dissidence est relativement limitée, particulièrement en comparaison de celle des États-Unis. Les causes canadiennes portaient habituellement sur des questions d'évaluation, plutôt que sur l'examen de la gouvernance et du processus dont le résultat a déclenché la dissidence.

## La décision

La Cour a rejeté le montant de la juste valeur des actions d'InterOil établi par l'expert d'ExxonMobil et retenu celui auquel est parvenu l'expert des actionnaires dissidents. Les actionnaires dissidents ont soutenu que, d'après une vision optimiste de la demande et des cours futurs, la valeur des actions d'InterOil devrait s'élever à 71,46 \$ US l'action selon l'approche de l'actualisation des flux de trésorerie. ExxonMobil a fait valoir que la juste valeur correspondait à 49,98 \$ US l'action, soit 45 \$ US aux termes de l'opération, majorés d'un paiement de ressources conditionnel de 4,98 \$ US, montants établis en fonction d'une évaluation de la valeur patrimoniale et des flux de trésorerie actualisés.

La Cour a souligné que plusieurs facteurs venaient appuyer la proposition selon laquelle le prix d'opération représentait la juste valeur. Par exemple, InterOil était connue des investisseurs individuels et institutionnels et ses actions se négociaient à la cote de la NYSE; nombreux étaient ceux qui avaient démontré un intérêt pour des opérations partielles; ce n'était un secret pour personne qu'InterOil et son actif principal (un permis pétrolier en Papouasie-Nouvelle-Guinée) étaient sur le marché; un processus d'appel d'offres et de négociation avait mené à l'établissement d'un prix de 45 \$ US l'action; et les offrants comprenaient des initiés (dont ExxonMobil). Toutefois, en rejetant l'argument selon lequel le prix d'opération était indicateur de la juste valeur, la Cour a souligné qu'InterOil ne disposait d'aucun processus de vente planifié visant à obtenir le prix le plus élevé possible sur le marché pour la vente de la société entière et que la décision d'un autre offrant de ne pas égaler l'offre définitive d'ExxonMobil (qui constituait une « offre supérieure » à l'égard d'une opération convenue entre les parties) ne témoignait pas de la tenue d'une vente aux enchères. La Cour a aussi fait remarquer que, malgré les changements majeurs dans l'état du marché depuis l'offre initiale d'ExxonMobil en juin 2016, le prix d'opération de 45 \$ US l'action était demeuré constant.

Plus important encore, la Cour a constaté que, bien qu'InterOil ait sensiblement amélioré ses processus de gouvernance d'entreprise en réponse au rejet de l'arrangement initial par la Cour d'appel du Yukon, il demeurait que le prix d'opération résultait d'un processus initial défaillant. Comme il a été décrit dans un précédent Bulletin d'Actualités Osler, l'arrangement a d'abord été bloqué par la Cour d'appel du Yukon, au motif qu'il n'était pas équitable et raisonnable, en grande partie en raison de la non-divulgation de l'analyse financière sous-jacente à l'avis sur le caractère équitable obtenu à l'appui de l'opération et donc du risque que les actionnaires ayant approuvé l'arrangement n'aient pas exercé un vote pleinement éclairé. L'arrangement a ultérieurement été approuvé par la Cour, après la production de ce document et la tenue d'un deuxième vote des actionnaires approuvant l'opération à 91 % des voix exprimées.

La Cour a en outre jugé qu'ExxonMobil avait omis de tenir compte des hausses du prix du pétrole entre mars 2016 et février 2017 et d'établir la preuve de la prime liée au risque du pays et ayant servi à son évaluation. La Cour a retenu la preuve d'évaluation présentée par les actionnaires dissidents et déclaré qu'ils avaient droit à 71,46 \$ US par action.

## Delaware

Le jugement de la Cour tranche avec la décision de la Cour suprême du Delaware dans la cause *Dell, Inc. v Magnetar Global Event Drive Master Fund Ltd.* (14 décembre 2017), qui soutient [traduction] « l'hypothèse du marché efficient » et le principe selon lequel seule une preuve de déficience du marché justifie de s'éloigner du prix négocié dans le cas de fusions sans lien de dépendance. La Cour suprême du Delaware a unanimement remis en question la fiabilité des évaluations établies par un [traduction] « témoin expert dont l'évaluation répond aux impératifs du litige d'un client bien nanti ».

## Conclusion

En règle générale, il semblerait qu'en l'absence d'un conflit d'intérêts ou de déficiences du marché manifestes, la règle applicable est celle selon laquelle le prix obtenu à l'issue d'une vente aux enchères fait présumer de la juste valeur. Une analyse détaillée de cette prémissse dans une future jurisprudence canadienne fournirait des orientations utiles aux intervenants du marché. Dans la décision *ExxonMobil*, la Cour s'est concentrée sur les lacunes du processus et, par conséquent, n'a pas appliqué le principe de déférence envers le prix négocié ni retenu celui-ci en tant qu'indicateur de la juste valeur. Il s'agit d'une conclusion surprenante, compte tenu du processus de vente supervisé par le conseil et des offres multiples, dont deux offres sérieuses; une entente définitive avec Oil Search, qui par la suite a été suivie d'une offre supérieure d'ExxonMobil; l'arrangement avec ExxonMobil, initialement approuvé par plus de 80 % des voix exprimées à une assemblée des actionnaires; après la communication de l'analyse financière et une légère bonification de la valeur de la contrepartie conditionnelle, les actionnaires ont approuvé l'opération une deuxième fois, à 91 % des voix; et l'ensemble du processus s'est déroulé sur une période de près d'un an.

On ignore encore si la décision sera portée en appel et l'incidence qu'elle aura. Quoi qu'il en soit, cette décision vient rappeler l'importance d'un processus de vente conçu adéquatement, qui puisse résister au contrôle judiciaire.