

## COUR SUPRÊME DU YUKON

Référence : *Carlock c. ExxonMobil Canada Holdings ULC*, 2019 YKSC 10

Date : 20190218  
N° C.S. 16-A0193  
Greffe : Whitehorse

**ENTRE**

**CHARLES A. CARLOCK**

**REQUÉRANT**

**ET**

**EXXONMOBIL CANADA HOLDINGS ULC et les actionnaires dissidents, au sens qui est donné à ce terme dans le premier paragraphe de l'ordonnance du 20 juin 2017**

**INTIMÉS**

Devant le juge en chef R. S.

Veale Comparutions :

Peter Griffin,  
Dena Varah et  
Megan Hannam

Conseillers juridiques du  
requérant et des  
actionnaires dissidents

David Tupper,  
Michael Dixon et  
Tom Wagner

Conseillers juridiques d'ExxonMobil Canada  
Holding ULC

### MOTIFS DE JUGEMENT

#### INTRODUCTION

[1] Charles A. Carlock et d'autres actionnaires dissidents (les « actionnaires dissidents ») ont demandé au tribunal de fixer la « juste valeur » des actions qu'ils

détenaient dans InterOil Corporation (« InterOil ») en date du 22 février 2017 (la « date d'évaluation »). La requête est présentée en vertu du paragraphe 193(3) de la *Loi sur les sociétés par actions* du Yukon, L.R.Y. 2002, ch. 20 (la « LSAY »). Dans le plan d'arrangement, ExxonMobil Canada Holdings ULC (« Exxon ») a convenu d'acheter les actions d'InterOil.

[2] Le 21 juillet 2016, Exxon a convenu de verser un prix de 45 \$ US l'action d'InterOil sous forme d'actions d'Exxon, majoré d'un paiement de ressources conditionnel (« PRC ») évalué à 7,07 \$ l'action. Par suite de l'approbation de l'arrangement, les actions d'InterOil ont été échangées contre des actions d'Exxon, et InterOil est devenue une filiale en propriété exclusive d'Exxon.

[3] Les actionnaires dissidents affirment que la juste valeur d'une action d'InterOil est de 71,46 \$ US, selon une analyse de la valeur actualisée des flux de trésorerie. Ils soutiennent que le processus de vente comportait des lacunes, car le processus de vente visant la société entière n'a été jamais été mené correctement et qu'une analyse de la valeur actualisée des flux de trésorerie est la méthode appropriée pour établir la juste valeur.

[4] Exxon affirme pour sa part qu'un prix de 45 \$ l'action, majoré d'un PRC réel de 4,98 \$, pour un total de 49,98 \$, correspond à la juste valeur. Elle soutient que l'analyse de la valeur actualisée des flux de trésorerie n'est pas une méthode appropriée pour évaluer les actions d'InterOil.

[5] Le principal actif d'InterOil, et celui au stade de mise en valeur le plus avancé, était sa participation de 36,5 % dans le permis de rétention de pétrole 15 (le « PRL15 » ou *Petroleum Retention Licence 15*) relatif à des terrains situés en Papouasie–Nouvelle-Guinée. Le PRL 15 était le principal actif d'une coentreprise formée pour la

construction d'une installation de gaz naturel liquéfié (« GNL ») et l'exportation du gaz naturel depuis la Papouasie–Nouvelle-Guinée en 2023.

## HISTORIQUE JUDICIAIRE

[6] Dans le cadre de l'audition de la demande d'InterOil, la Cour a approuvé le premier arrangement avec Exxon, en date du 21 juillet 2016 (2016 YKSC 54).

[7] Le 4 novembre 2016, la Cour d'appel, dans la décision *InterOil Corporation c. Mulacek*, 2016 YKCA 14, a annulé l'ordonnance d'approbation, au motif que la preuve du caractère « équitable et raisonnable » de l'arrangement n'avait pas été faite, contrairement aux exigences de l'article 195 de la LSAY.

[8] La Cour d'appel a résumé sa décision dans le court paragraphe qui suit :

[40] [Traduction] En tout respect, il me semble que le juge en son cabinet a commis une erreur de principe en passant outre les lacunes invoquées quant au caractère équitable et raisonnable de l'arrangement proposé. Plutôt que d'« approfondir » la question de la valeur (voir la décision *BCE* au paragraphe 141), il a plutôt fondé son jugement sur le droit des actionnaires de « prendre une telle décision ». La décision revenait bien sûr aux actionnaires, mais la loi requiert *également* l'approbation du tribunal quant au caractère équitable et raisonnable de cette décision, c'est-à-dire que la décision doit être éclairée, fondée sur des renseignements et des conseils appropriés et objectifs et absente de conflit d'intérêts. Compte tenu des graves préoccupations formulées dans cette cause (soit que l'avis quant au caractère équitable n'avait pas été établi par un expert indépendant; le fait que Morgan Stanley n'avait pas établi la valeur du PRC en fonction de la valeur des zones productives possibles visée par le PRL [rappelons qu'il s'agissait de l'actif principal de la société]; les lacunes signalées par M. Dey, le rapport non contesté de M. Booth; le fait que le chef de la direction était en situation de conflit d'intérêts; la probabilité que le comité spécial « indépendant » ne fût pas indépendant de la direction; et l'absence de « nécessité » de l'opération), la Cour se devait d'aller au-delà d'une simple acceptation du vote de la majorité comme « indicateur » du caractère

équitable, ou au-delà du montant en espèces de l'offre d'Exxon comme un indicateur du caractère raisonnable. Je réitère qu'il s'agit d'une erreur de principe, sinon de droit, en ce sens que le « critère juridique » applicable n'a pas été utilisé.

[9] Dans la cause *InterOil Corporation c. Mulacek*, l'accent a été mis sur l'information remise aux actionnaires, entre autres choses, ainsi que sur le caractère équitable et raisonnable de l'arrangement proposé, alors que dans celle qui nous occupe, l'accent a été plutôt mis sur le processus de négociation de la vente des actifs suivi par le conseil d'administration d'InterOil et sur la façon d'établir la « juste valeur » des actions de celle-ci. Comme l'arrangement a été approuvé après la décision de la Cour d'appel, Exxon conteste maintenant l'arrangement en invoquant la gouvernance d'entreprise bonifiée d'InterOil et les négociations que cette dernière a menées pour la vente de ses actifs. Exxon a refusé de fournir des précisions sur ses activités de négociation.

### **LA RÈGLE DE LA JUSTE VALEUR AU CANADA**

[10] Le droit des actionnaires à la dissidence est énoncé comme suit, au paragraphe 193(3) de la LSAY :

193(3)... l'actionnaire habile à faire valoir sa dissidence et qui se conforme au présent article est fondé à se faire verser par la société la juste valeur des actions en cause fixée à l'heure de fermeture des bureaux la veille de la date de la résolution pertinente. (Je souligne)

[11] Il existe un certain nombre de principes généraux bien établis servant à déterminer la juste valeur :

1. Aucune partie n'en a le fardeau de la preuve et le tribunal doit lui-même évaluer le prix des actions pour les actionnaires dissidents. Autrement dit, les actionnaires dissidents n'ont pas à prouver que le prix d'opération est

trop bas, pas plus que la société n'a à démontrer que le prix d'opération correspond à la juste valeur. Voir *Cyprus Anvil Mining Corp. v. Dickson*, [1986] 33 D.L.R. (4<sup>e</sup>) 641 (C.A.C.-B.), aux paragraphes 102 – 103 (« Cyprus Anvil ») et *Ford Motor Co. of Canada Ltd. v. Ontario Municipal Employees Retirement Board* (1997), 36 O.R. (3<sup>e</sup>) 384 (C.A.O.N.), au paragraphe 19 (décisions disponibles en anglais seulement);

2. Toute partie qui propose une valeur doit présenter une preuve prépondérante selon la supériorité des probabilités;
3. Il existe cinq méthodes d'évaluation généralement reconnues par les tribunaux :
  - a) le cours du marché boursier;
  - b) l'évaluation des actifs nets de la société à leur juste valeur;
  - c) la capitalisation des bénéfices prévisibles;
  - d) la méthode de la valeur actualisée des flux de trésorerie qui tient compte d'une capitalisation des profits futurs;
  - e) Une combinaison de ces approches.

See *Robinson v. Realm Energy International Corp.*, 2015 BCSC 1437, at para. 120 (“*Realm Energy*”).

4. La seule façon d'établir la valeur réelle consiste à examiner tous les éléments de preuve susceptibles d'être utiles, à tenir compte des facteurs propres à la cause, à faire preuve de jugement à l'égard de

l'ensemble des éléments de preuve et des facteurs; voir *Cyprus Anvil*, au paragraphe 51.

5. « [Traduction] bien que le point de départ de l'examen de la juste valeur puisse être l'opération qui a été conclue, cette opération n'est pas déterminante de la valeur. Si tel était le cas, il n'aurait pas été nécessaire d'en traiter dans la loi ». Toutefois, la contrepartie d'une opération n'étant pas présumée correspondre à la juste valeur, un « examen attentif » peut permettre de conclure qu'il s'agit bien de la juste valeur. Voir *Realm Energy*, au paragraphe 108.

[12] Lorsqu'un tribunal doit traiter des actifs bruts (qui n'ont pas fait l'objet d'une mise en valeur), il ne fait aucun doute que le prix négocié doit être considéré avec prudence. Cela a notamment été le cas dans une décision assez particulière, dans la cause *Cyprus Anvil* (en anglais seulement), où il s'agissait d'un gisement de minerai situé près de la mine existante, pour lequel il y avait un seul acquéreur potentiel. Voir *Cyprus Anvil*, aux paragraphes 65 et 66.

[13] Néanmoins, se fonder sur la méthode de la valeur actualisée des flux de trésorerie [traduction] « qui offre l'illusion d'une certitude mathématique » (*Cyprus Anvil*, au paragraphe 50) présente certains risques, particulièrement celui de la volatilité du marché de l'énergie. Voir *Deer Creek Energy Ltd. v. Paulson & Co. Inc.*, 2008 ABQB 326 (« Deer Creek »), aux paragraphes 549 à 550 (en anglais seulement).

[14] Tant *Cyprus Anvil* (au paragraphe 73) que *Deer Creek* (au paragraphe 555) a conclu que la méthode de la valeur actualisée des flux de trésorerie devait être

utilisée avec prudence, vu l'absence d'antécédents de flux de trésorerie, puisque même une légère variation dans les hypothèses [Traduction] « est amplifiée en effectuant le calcul et fausse grossièrement la juste valeur ».

[15] En même temps, il faut reconnaître que la méthode de la valeur actualisée des flux de trésorerie a été prise en compte par toutes les parties dans l'affaire qui nous occupe, pendant le processus de négociation et de vente.

### **PERMIS DE RÉTENTION DE PÉTROLE 15**

[16] InterOil était une société pétrolière et gazière intégrée avant juin 2014, moment auquel elle vend sa raffinerie située à Port Moresby et de son entreprise de vente en gros et au détail de produits pétroliers raffinés. Dès lors, la société ne détient plus d'actifs producteurs de revenus et se concentre sur ses activités associées aux six permis gaziers qu'elle détient en Papouasie–Nouvelle-Guinée.

[17] Quatre des permis sont des licences de prospection pétrolière, qui confèrent au titulaire des droits d'exploration dans une zone géographique donnée. Deux des licences sont des licences de rétention de pétrole, qui confèrent au titulaire les droits à l'égard du gaz brut dans la zone géographique, jusqu'au stade de la production commerciale, exclusivement. La société ne détient aucune licence de mise en valeur du pétrole, qui confère au titulaire le droit exclusif d'explorer, d'exploiter et de vendre les produits pétroliers se trouvant dans la zone visée par licence.

[18] PRL 15 était l'actif principal d'InterOil et celui dont la mise en valeur était la plus avancée. Ce permis englobe les champs gaziers Elk et Antelope situés en Papouasie–Nouvelle-Guinée. PRL15 est un actif de gaz brut au stade de la mise en valeur précommerciale. Les estimations de gaz brut établies par des évaluateurs de ressources indépendants, entre 2014 et 2016, varient énormément, d'un seuil de

6,90 billions de pieds cubes d'équivalents pétrole (Tpi<sup>3</sup>e) à un plafond de 12,3 Tpi<sup>3</sup>e.

[19] En avril 2014, les droits de propriété dans PRL15 s'établissaient comme suit :

Total S.A.	40,1 %
InterOil	36,5 %
Oil Search	22,8 %
Autres investisseurs	0,5 %

[20] Total a acquis sa participation auprès d'InterOil, en mars 2014, et agirait en qualité d'exploitant du projet de GNL proposé en Papouasie, aux termes d'un contrat. Chaque partie à la coentreprise assumerait sa part proportionnelle des frais de mise en valeur qui, selon les projections, devaient atteindre entre 14,5 et 20 milliards de dollars, dont une tranche de 65 % financée par emprunt.

### **LA VENTE À EXXON**

[21] Même si InterOil avait droit de recevoir certains paiements fixes et conditionnels totalisant plus d'un milliard de dollars (le paiement de ressources intermédiaire), son conseil d'administration a commencé à douter de sa capacité à financer sa part des immobilisations dans le projet de GNL en Papouasie.

[22] La décision d'investissement définitive devait être prise en 2019, la production commerciale était prévue pour 2023.

[23] La participation au projet de mise en valeur de la coentreprise s'établissait comme suit :

Total	31,1 %
Oil Search	17,7 %
InterOil	28,3 %

Gouvernement de la Papouasie–Nouvelle-Guinée et privilège d'acquisition des propriétaires fonciers	22,5 %
--	--------

[24] Par suite de retards, dans le paiement de ressources intermédiaire en octobre 2014, InterOil a commencé à envisager la vente éventuelle de certains petits actifs, mais non sa participation dans le PRL15. En mars 2015, le conseil d'administration, sur l'avis des conseillers d'InterOil, a demandé à la direction de repérer des investisseurs commerciaux éventuels pour une partie des actifs de la société. Au cours des 14 mois qui ont suivi, InterOil a repéré et sollicité 36 investisseurs potentiels susceptibles de conclure des opérations commerciales, mais aucune offre acceptable n'a été reçue. Au début de 2016, InterOil a reçu trois offres d'investisseurs distincts pour de petites participations dans le PRL15. Les offres ne prévoyaient pas une valeur implicite suffisante pour les actions et ont peut-être entraîné une dépréciation de la valeur des actions d'InterOil.

[25] Il convient de noter que les actions d'InterOil étaient inscrites et activement négociées à la cote de la New York Stock Exchange (« NYSE »).

[26] Bien qu'InterOil disposait d'un mécanisme actif de défense contre les offres publiques d'achat, en novembre 2015, Total, Exxon, Oil Search et Woodside Petroleum ont eu accès à la salle des documents d'InterOil et y ont effectué une vérification préalable.

[27] Je constate que le conseil d'administration d'InterOil a concentré ses efforts sur des opérations de nature commerciale lors de réunions tenues le 10 novembre 2015 et le 19 janvier 2016.

[28] Exxon, Total et Oil Search avaient déjà effectué d'importants investissements

importants dans le GNL, en Papouasie–Nouvelle-Guinée. Au même moment, Total avait avisé qu'elle n'avait pas l'intention d'acquérir une participation supplémentaire de 3,4 % dans le PRL15, et en novembre 2015, ni Exxon ni Oil Search n'avaient exprimé d'intérêt à conclure une opération visant la société entière.

[29] En mars 2016, InterOil a mis au point une nouvelle facilité de crédit de 400 millions de dollars.

[30] Ce n'est qu'à ce moment qu'InterOil a reçu trois propositions différentes visant la société entière :

- a. Le 3 mars 2016, Exxon a présenté à InterOil une offre de 35 \$ l'action, payable en actions d'Exxon, selon la « méthode de comptabilité de trésorerie, sans facteur d'endettement » (la « première offre d'Exxon »). Cette offre représentait une prime de 27,1 % sur le cours moyen pondéré en fonction du volume sur un mois d'InterOil;
- b. Le 11 mars 2016, Total a fait une proposition d'environ 38 \$ à 40 \$ l'action à verser au comptant. L'offre de Total représentait une prime de 40 % sur le cours moyen pondéré en fonction du volume sur un mois d'InterOil à ce moment;
- c. Le 14 mars 2016, Oil Search a présenté une offre d'environ 34 \$ au comptant et en actions d'Oil Search, majoré d'un droit à la valeur conditionnelle (le « DVC »), accordant à InterOil un droit de participation dans le paiement de ressources intermédiaire (la « première offre d'Oil Search »). La valeur d'action de 34 \$ offerte par Oil Search représentait une prime de 23,4 % sur le cours moyen pondéré en fonction du volume sur un mois d'InterOil à ce moment,

majoré de la valeur du DVC.

[31] Aucune de ces propositions d'acquisition de la société entière n'avait été sollicitée par InterOil.

[32] À la réunion du conseil d'administration tenue les 15 et 16 mars, un comité chargé de l'examen d'opérations, composé de quatre administrateurs externes et indépendants de la direction, a été constitué. Trois de ces administrateurs sont restés membres de ce comité, jusqu'à la conclusion de l'opération avec Exxon, le 22 février 2017.

[33] Après la réunion du conseil susmentionnée, une deuxième ronde d'offres est arrivée :

- a. Le 29 avril 2016, Oil Search a soumis une offre modifiée à 40,25 \$ l'action, payable en actions d'Oil Search, ce montant étant majoré d'un DVC bonifié (la « deuxième offre d'Oil Search »). Cette offre représentait une hausse de 6,24 \$ l'action, comparativement à la première offre d'Oil Search, et une augmentation de 33 % de la valeur, dans l'hypothèse de ressources éventuelles 2C de 7,5 Tpi<sup>3e</sup>;
- b. Le 6 mai 2016, Exxon a soumis une offre modifiée d'une valeur de 38,50 \$ l'action, payable en actions d'Exxon (la « deuxième offre d'Exxon »).

[34] À ce moment-là, Total ne présentait plus d'offres, car elle avait conclu une entente avec Oil Search qui comptait acquérir InterOil.

[35] Le 20 mai 2016, sur l'avis du comité chargé de l'examen des opérations, le conseil d'administration a voté en faveur de l'acceptation de la deuxième offre d'Oil

Search et a conclu un arrangement. Il s'agissait de la première communication publique d'une opération visant la société entière. La réaction du marché boursier a été positive, et le cours de l'action d'InterOil a grimpé de 38 %, passant de 31,65 \$ à 43,57 \$, le jour de l'annonce.

[36] L'arrangement conclu avec Oil Search prévoyait une « indemnité de rupture » de 60 millions de dollars si InterOil se retirait de l'opération. InterOil a également convenu d'une clause de non-sollicitation qui l'empêchait de donner suite à d'autres propositions d'acquisition, à l'exception d'une « proposition supérieure », c'est-à-dire qui, une fois payée l'« indemnité de rupture », constituait une offre supérieure à celle d'Oil Search. Cependant, la clause de non-sollicitation empêchait InterOil de solliciter ou de traiter avec d'autres offrants qui auraient souhaité acquérir la société entière.

[37] Le 23 juin 2016, Exxon a présenté une proposition non sollicitée de 45 \$ l'action payable en actions d'Exxon, majoré d'un prix maximum de 7,07 \$ l'action pour chaque Tpi<sup>3</sup>e de ressources éventuelles 2C devenant connues pendant le processus intermédiaire de certification des ressources, jusqu'à un maximum de 10 Tpi<sup>3</sup>e. Après réception d'une offre ferme de la part d'Exxon, le 15 juillet 2016, le conseil d'administration d'InterOil a établi qu'il s'agissait d'une « proposition supérieure ». Oil Search a refusé d'égaliser l'offre d'Exxon, et InterOil a conclu l'arrangement avec Exxon. Dans le cadre d'un processus ultérieur ordonné par le tribunal, plus de 80 % des voix rattachées aux actions comportant droit de vote d'InterOil ont été exprimées en faveur de l'opération, tandis que 19,4 % des actionnaires se sont prononcés contre cette opération.

[38] Le 7 octobre 2016, comme il a été mentionné précédemment, le tribunal de

première instance a approuvé l'opération, sous réserves, et la Cour d'appel du Yukon, dans la décision *InterOil Corporation c. Mulacek*, a jugé que l'arrangement n'était pas équitable et raisonnable.

[39] Malgré le rejet de l'opération par la Cour d'appel, InterOil est demeurée résolue à conclure l'opération avec Exxon. InterOil n'a jamais procédé à une offre publique dans le but de vendre la société entière.

[40] J'ajoute que, le 15 décembre 2016, le conseil d'administration d'InterOil a approuvé l'offre supérieure d'Exxon qui haussait le plafond du paiement de ressources conditionnel. **RÉACTION D'INTEROIL À LA DÉCISION DE LA COUR D'APPEL**

[41] Le conseil d'administration a réagi à la décision de la Cour d'appel de ne pas approuver l'arrangement conclu avec Exxon, par la mise en place des améliorations suivantes en matière de gouvernance d'entreprise :

- a. Retenir les services de BMO, moyennant des honoraires fixes, en qualité de conseillers financiers indépendants auprès du comité chargé d'examiner les opérations;
- b. Donner à BMO la directive de rédiger un nouvel avis détaillé quant au caractère équitable, qui tient compte de la valeur du PRC;
- c. Retenir les services d'un cabinet d'avocats comme conseiller indépendant auprès du comité chargé d'examiner les opérations;
- d. Demander à un autre cabinet d'avocats de représenter le conseil d'administration;
- e. Obtenir une mise à jour de l'évaluation des ressources faisant l'objet du PRL15;
- f. Retirer à M. Hession, le chef de la direction en situation de conflit

d'intérêts, son droit de vote au conseil d'administration et réduire sa rémunération;

- g. Communiquer toute l'information pertinente dans une circulaire de sollicitation de procurations d'environ 300 pages;

[42] J'observe que le mandat qu'InterOil a donné à BMO n'a été produit par InterOil, car BMO s'est opposée à sa production.

[43] Le 14 février 2017, les actionnaires d'InterOil ont approuvé l'arrangement proposé avec Exxon, à 91,24 % des voix, y compris celles de l'ancien chef de la direction d'InterOil, M. Mulacek, qui s'y était opposé précédemment.

[44] L'arrangement conclu avec Exxon prévoyait le même prix de 45 \$ pour les actions d'InterOil et un PRC bonifié, ainsi qu'une « indemnité de rupture » de 100 millions de dollars assortie d'une option de « retrait fiduciaire ».

### **LES EXPERTS CHARGÉS D'ÉTABLIR LA VALEUR ACTUALISÉE DES FLUX DE TRÉSORERIE**

[45] Les parties reconnaissent que les procédures de gouvernance d'entreprise ont été renforcées par suite de la correction par InterOil des lacunes relevées par la Cour d'appel. Bien que les améliorations de la gouvernance puissent être un facteur dans l'établissement de la « juste valeur », elles ne sont en aucun cas concluantes, car elles y sont postérieures, plutôt qu'antérieures.

[46] Le nœud du différend quant à la « juste valeur » réside dans les conclusions différentes auxquelles arrivent M. West pour le compte des actionnaires dissidents, et M. Doran pour le compte d'Exxon. Les deux experts ont utilisé la méthode de la valeur actualisée des flux de trésorerie. M. West a établi un prix de 71,46 \$ l'action, tandis que M. Doran a conclu que le prix d'opération actuel de 49,98 \$ représentait la

juste valeur. Ce montant de 49,98 \$ comprend le PRC actuel, plutôt que le PRC estimatif, de manière à établir la valeur réelle de l'action. La compétence de ces experts n'a pas été contestée.

### **Le rapport de M. West**

[47] M. West est un évaluateur agréé qui se spécialise dans l'évaluation des activités et des actifs dans le secteur pétrolier et gazier.

[48] Il s'appuie sur la définition généralement reconnue de la juste valeur comme étant « le prix le plus élevé [...] sur lequel s'entendraient sur le marché libre deux parties n'ayant aucun lien de dépendance qui sont bien informées et prudentes, aucune des parties n'étant contrainte à agir. » M. West a conclu que la juste valeur des actions d'InterOil, à la date d'évaluation, s'élevait à 3,65 milliards de dollars ou 71,46 \$ l'action. Il décrit le PRL 15 comme l'un des plus grands champs gaziers bruts d'Asie.

[49] M. West a opté pour la méthode de la valeur actualisée des flux de trésorerie pour évaluer la production et les flux de trésorerie escomptés du PRL15. Il a ensuite actualisé les actions pour obtenir leur valeur actuelle. Il s'est servi la formule d'évaluation d'InterOil, qu'elle a elle-même établie. Un certain nombre de données sont de nature discrétionnaire ou spéculative. M. West a choisi, entre autres données, ce qui suit :

1. un taux d'actualisation de 10 %;
2. une prime de risque lié au pays, de 0,0 %;
3. une hypothèse quant à la pente du GNL, de 14 %, soit le prix du GNL exprimé en pourcentage du prix du pétrole brut Brent.

[50] J'ai attiré l'attention sur les hypothèses ci-dessus formulées par M. West, parce qu'elles sont contestées par M. Doran pour le compte d'Exxon.

[51] Il est juste d'affirmer que M. West envisage avec optimisme l'évolution de la demande et des prix du GNL à l'échelle mondiale. Il cite la déclaration suivante d'InterOil :

58. [Traduction] La Société a déclaré à ses investisseurs du public que « d'abord et surtout, la PNG [Papouasie–Nouvelle-Guinée] est l'endroit où le coût de la mise en valeur de GNL est le moins élevé pour le marché asiatique. Le pays est situé à moins de 7 jours de navigation du principal marché de GNL et les coûts de transport y sont peu élevés. D'un point de vue économique, bon nombre d'observateurs du secteur s'attendent à ce que le fossé se creuse entre la demande pour le GNL et l'offre sous contrat au début des années 2020. Une telle situation est attribuable à l'expiration des contrats existants, tandis que les projets de GNL à coût élevé sont confrontés à des retards dans l'investissement. Cet échéancier est parfait pour le projet de GNL en Papouasie, dont la production devrait débuter au moment où cet écart commencera à s'élargir. »

[52] M. West s'est également fié aux cours du marché de janvier et février 2017, qui reflétaient une hausse importante des cours du pétrole de janvier 2016 à janvier 2017.

### **Le rapport de M. Doran**

[53] M. Doran a jugé que l'approche axée sur le marché boursier constituait la méthode la plus appropriée pour établir la juste valeur des actions d'InterOil. Il a examiné la valeur implicite dans le prix de 45 \$ l'action, majoré du paiement de ressources conditionnel, et le cours rajusté d'InterOil. Il a ensuite effectué une analyse selon la méthode patrimoniale et la méthode de la valeur actualisée des flux de trésorerie pour établir une juste valeur de 49,98 \$ l'action, soit le montant du prix

d'opération de 45 \$ l'action, majoré du PRC calculé à 4,98 \$.

[54] Contrairement au point de vue optimiste de M. West quant aux cours futurs du GNL, M. Doran a été résolument pessimiste :

[Traduction] À mon avis, M. West donne une description optimiste du marché du GNL tel qu'il existait à la date d'évaluation. Son exposé met l'accent sur la croissance récente ainsi que sur la croissance escomptée, à long terme, de la demande pour le GNL et présume de conditions favorables pour l'offre du produit. Dans les faits, la conjoncture du marché à la date d'évaluation n'était pas favorable. Comme il est indiqué plus haut dans mon rapport, le prix du GNL a chuté de manière spectaculaire depuis 2014. Aucun nouveau contrat n'était signé pour le GNL. Il était fort difficile de financer les projets de GNL. Une nouvelle offre de GNL entrait sur le marché. Les nouveaux projets de GNL étaient annulés. (Référence dans le rapport)

[55] Dans son analyse de la valeur actualisée des flux de trésorerie, M. Doran a utilisé, entre autres, les valeurs suivantes qui correspondent à celles susmentionnées de M. West :

1. un taux d'actualisation de 11 %;
2. une prime de risque lié au pays, de 3,5 %;
3. une hypothèse quant à la pente du GNL, de 12,6 %.

[56] Les rapports de MM. West et Doran démontrent un désaccord important dans leur évaluation respective de la prime de risque lié au pays. S'il reconnaît que [traduction] « le pays est généralement stable, des troubles et des actes de violence peuvent potentiellement survenir ». M. Doran fixe cette prime à 3,5 %, tandis que le rapport de la BMO, dont les services ont été retenus par InterOil, établissait cette prime à néant. Après examen des observations additionnelles des conseillers juridiques sur la question relative au risque lié au pays, j'arrive à la conclusion que M. West a déjà

intégré ce facteur risque dans son taux d'actualisation et que l'ajout d'une prime n'est pas approprié pour ce pays.

## **ANALYSE**

[57] Les deux parties ont accepté la définition suivante de la juste valeur :

... le prix le plus élevé [...] sur lequel s'entendraient sur le marché libre deux parties n'ayant aucun lien de dépendance qui sont bien informées et prudentes, aucune des parties n'étant contrainte à agir. [...]

[58] Il faut tenir compte d'un bon nombre de facteurs dans la façon d'aborder la question de la juste valeur dans cette cause, qui comporte une situation assez unique, soit que la gouvernance d'entreprise a fait l'objet de fortes critiques de la part de cette Cour et de la Cour d'appel avant le 4 novembre 2016. Après cette date, des pratiques exemplaires ont été intégrées au processus, mais à ce moment-là, le prix d'achat de 45 \$ l'action avait déjà été établi et n'a pas été modifié, hormis le calcul postérieur à la date d'évaluation du PRC, l'aspect le plus spéculatif de l'opération. L'incidence de ces pratiques exemplaires a donc été de mieux informer les actionnaires d'InterOil appelés à examiner la circulaire de sollicitation de procurations aux fins du deuxième vote approuvant l'opération. Par conséquent, l'augmentation du taux d'approbation des actionnaires, qui est passé de 80 % à environ 90 %, représente un aspect positif, quoique non concluant. Le fait que Philippe Mulacek, un actionnaire bien renseigné, se soit d'abord opposé à l'opération, puis l'ait ensuite approuvée, est aussi un facteur important.

[59] À mon avis, il faut porter une grande attention au processus de vente qui a précédé la décision de la Cour d'appel ainsi qu'au processus commercial ou de vente partielle qui ont débouché sur une opération visant la société entière.

[60] Certains éléments viennent soutenir la proposition selon laquelle le prix d'opération représente la juste valeur :

1. Les actions d'InterOil étaient connues des investisseurs individuels et institutionnels, et négociées à la cote de la NYSE;
2. Il y a eu bon nombre de personnes qui a démontré un intérêt pour des opérations partielles ainsi que trois joueurs importants (Total, Exxon et Oil Search) connaissant bien le secteur des champs gaziers de la Papouasie–Nouvelle-Guinée;
3. Ce n'était un secret pour personne qu'InterOil et son principal actif, PRL 15, étaient sur le marché, étant donné le nombre de parties intéressées à conclure une opération d'acquisition partielle ou totale de la société;
4. Même en l'absence d'une vente aux enchères, il y a eu un processus d'appel d'offres et de négociation, qui a fait passer le cours des actions d'InterOil de 34 \$ à 45 \$.
5. Les offrants comprenaient des initiés, comme Oil Search et Total, de même qu'Exxon.

[61] Néanmoins, l'on doit tenir compte d'autres éléments :

1. Aucun processus de vente n'a été organisé pendant lequel InterOil a tenté d'obtenir le prix le plus élevé possible sur le marché pour la vente de la société entière. En fait, InterOil était assujettie à des conventions de non-sollicitation depuis le 19 mai 2016;
2. La décision d'Oil Search de ne pas égaler l'offre non sollicitée d'Exxon n'établit pas la tenue d'une vente aux enchères ni [le caractère équitable

- et raisonnable de] la valeur de l'offre d'Exxon;
3. Le prix de base offert par Exxon n'a pas bougé depuis son offre initiale du 23 juin 2016. Cela, malgré les variations importantes qu'a connu le marché du GNL au cours de cette période;
  4. Le processus entamé par le conseil et ayant mené à l'approbation de la première opération proposée par Exxon a été vertement critiqué par la Cour d'appel du Yukon. Même si le conseil d'administration a traité et corrigé les lacunes précisées par la Cour, il n'a à aucun moment été envisagé d'entreprendre un nouveau processus.

## CONCLUSION

[62] J'en conclus que le prix d'opération a été établi dans le cadre d'un processus de gouvernance d'entreprise comportant des lacunes. Le fait que le processus de gouvernance d'entreprise visant à conclure un arrangement équitable et raisonnable ait été amélioré ne change en rien les constatations de la Cour d'appel à l'égard de l'arrangement initial. Ces constatations comprenaient les suivantes : le chef de la direction était en conflit d'intérêts, le comité spécial dit « indépendant » de la direction ne l'était pas et l'opération n'était pas nécessaire. À mon avis, le prix d'opération découlant d'un processus défaillant ne peut être transformé en « juste valeur » au sens de la définition qui en est donnée par les experts.

[63] Je conclus également que le rapport West est compatible avec l'avis quant au caractère équitable établi par la BMO pour le compte InterOil, en ce qui concerne l'omission de la prime de risque lié au pays. Il est aussi important de remarquer qu'Exxon n'a pas présenté de preuve sur l'existence de ce risque.

[64] Je reconnais que la méthode de la valeur actualisée des flux de trésorerie est tributaire de suppositions quant aux facteurs et aux valeurs. Malgré tout, M. West tient compte (dans son rapport) de l'augmentation du cours du pétrole, ce qui n'est pas le cas pour M. Doron et BMO.

[65] J'ordonne, par conséquent, que les actionnaires dissidents reçoivent un paiement de 71,46 \$ US pour chaque action d'InterOil, majoré de l'intérêt à un taux raisonnable, devant être acquitté au plus tard dans les 30 jours à compter de la date du présent jugement.

[66] Les conseillers juridiques peuvent, au besoin, s'adresser au service de gestion des dossiers en ce qui concerne les frais.

---

VEALE C.J.