

L'OPA hostile est morte. Vive l'OPA hostile?

Examen des activités
éventuelles de fusion et
acquisition de sociétés
ouvertes au Canada
après la pandémie



DAVIES

Les renseignements présents dans cette publication ne doivent pas être considérés comme des conseils juridiques. Nous vous prions de nous adresser directement toute question particulière que vous pourriez avoir.

© 2020 Davies Ward Phillips & Vineberg S.E.N.C.R.L., s.r.l. Tous droits réservés.

Introduction

Alors qu'une grande partie du monde se polarise sur les incidences immédiates de la pandémie de COVID-19, notamment son lourd bilan humain et économique, nous avons avec optimisme tourné notre regard vers une période future (que nous espérons proche) où les entreprises retrouveront suffisamment de confiance pour réintégrer le marché des fusions et acquisitions de sociétés ouvertes en grand nombre. Ces derniers temps, ce sont surtout les entreprises qui luttent pour leur survie qui ont retenu l'attention; cependant, certaines entreprises sortiront plus fortes de la pandémie en raison de facteurs comme l'évolution des besoins et des préférences des consommateurs ou l'assainissement des bilans. Ainsi, il se peut que le contexte postérieur à la pandémie soit favorable aux regroupements d'entreprises et que les émetteurs relativement plus grands et mieux capitalisés saisissent l'occasion pour acquérir leurs concurrents affaiblis. Il est également possible que dans certains secteurs hautement capitalistiques, comme le secteur minier, les concurrents soient plus enclins à mettre de côté leurs différences et à consolider leurs bilans, tendance qui prend déjà de l'ampleur.

Nous comptons suivre les niveaux d'activité pour vérifier si les théories énoncées ci-dessus s'avèrent exactes. Toutefois, d'après notre analyse des fusions et acquisitions de sociétés ouvertes au Canada (tant amicales qu'hostiles) réalisées de 2012 à la fin de 2019, il ne faut pas s'attendre à un niveau élevé de regroupements, du moins en ce qui concerne les acquisitions d'émetteurs cotés au Canada. Nous avons constaté, notamment, que le nombre d'offres publiques d'achat (les « OPA ») hostiles a diminué de 50 % après le 9 mai 2016, date à laquelle les autorités canadiennes de réglementation des valeurs mobilières ont apporté des changements fondamentaux à la réglementation relative aux OPA dans le but de « rééquilibrer » la balance des pouvoirs dans une opération d'acquisition et d'accorder un plus grand pouvoir au conseil d'administration des sociétés cibles.¹ En examinant de plus près les données, nous avons remarqué que les acquéreurs financiers, dont on pouvait déjà s'attendre à ce qu'ils souhaitent éviter les coûts potentiellement élevés et l'incertitude associés au lancement d'une OPA hostile, ont entièrement renoncé à réaliser ce type d'opération après l'entrée en vigueur de la nouvelle réglementation. En conséquence, chacune des OPA hostiles lancées depuis l'entrée en vigueur de la nouvelle réglementation sur les OPA l'a été par un acquéreur stratégique. De plus, nous avons noté une baisse semblable des acquisitions amicales d'émetteurs cotés au Canada, ces opérations ayant diminué de 24 % au cours de la même période de quatre ans. En fait, cette statistique dissimule une baisse plus significative de 30 % du nombre des acquisitions amicales par des acquéreurs stratégiques depuis le début de 2016.

D'après notre analyse des fusions et acquisitions de sociétés ouvertes au Canada (tant amicales qu'hostiles) réalisées de 2012 à la fin de 2019, il ne faut pas s'attendre à un niveau élevé de regroupements, du moins en ce qui concerne les acquisitions d'émetteurs cotés au Canada.

¹ Voir le *Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat* : <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilieres/62-104/2016-05-09/2016mai09-62-104-vofficielle-fr.pdf>

Il est difficile de savoir si la diminution des acquisitions amicales par les acquéreurs stratégiques, qui se trouvent dans l'alternative soit d'acquérir un émetteur coté au Canada dans le cadre d'une opération négociée, soit de lancer une OPA hostile, découle de la position relativement plus faible de l'initiateur selon la nouvelle réglementation. Toutefois, il est utile de tenir compte de cette corrélation éventuelle pour essayer de déterminer si le niveau des fusions et acquisitions de sociétés publiques postérieur à la pandémie au Canada sera faible par rapport aux niveaux passés. D'une part, sur l'ensemble de la période de huit ans examinée, les volumes des fusions et acquisitions ont fortement augmenté à l'échelle mondiale, les conditions macroéconomiques étant généralement propices aux acquisitions et à la prise de risque connexe, augmentation qui permet de penser que la tendance à la baisse des acquisitions d'émetteurs cotés au Canada était une aberration et pourrait être attribuable en partie à la nouvelle réglementation. D'autre part, la baisse pourrait également s'expliquer par une dynamique propre à chaque secteur d'activité : les secteurs minier et énergétique au Canada, qui représentent tous deux une part importante des émetteurs cotés au Canada et du volume des fusions et acquisitions, connaissent des perturbations depuis 2016. Il n'est pas surprenant que, dans ces deux secteurs, les opérations de fusion et acquisition aient accusé une forte baisse dans la seconde moitié de notre étude.

Compte tenu de ce qui précède, il est possible que dans un environnement postérieur à la pandémie caractérisé par un clivage marqué entre les faibles et les forts, les acquéreurs qui y auraient autrement été réticents soient incités à faire fortement pression sur les conseils d'administration de sociétés cibles qui, pour leur part, pourraient être plus enclins à conclure un accord pour apaiser les actionnaires, les créanciers et les salariés récalcitrants, malgré le pouvoir de négociation théorique que leur confère la nouvelle réglementation. En même temps, il est probable que les conditions macroéconomiques demeurent volatiles pendant un certain temps et que cette volatilité ait l'effet inverse, c'est-à-dire qu'elle incite les acquéreurs potentiels à se concentrer sur la protection de leurs propres perspectives à long terme avant de déclencher une stratégie d'acquisition agressive qui pourrait, pour un résultat résolument incertain, accaparer pendant des mois le temps de la direction et les ressources de l'entreprise.

Nous avons l'intention de publier au cours des prochains mois une analyse approfondie des conclusions de notre recherche, mais présentons dès à présent notre analyse préliminaire, qui souligne le quatrième anniversaire de l'entrée en vigueur des nouvelles règles relatives aux OPA et propose des pistes d'examen du secteur des fusions et acquisitions de sociétés ouvertes au Canada à ce moment où l'issue de la pandémie semble approcher. Nous continuerons de surveiller les activités de fusion et acquisition et vous ferons part de nos observations futures.

Les résultats de notre recherche se déclinent à ce jour en quatre conclusions principales, que nous examinons plus en détail dans le présent rapport.

Tendances observées dans le secteur des fusions et acquisitions de sociétés ouvertes au Canada depuis 2016

CONSTATATIONS PRINCIPALES

- 1 Les OPA hostiles lancées par un premier initiateur souhaitant prendre le contrôle d'un émetteur coté au Canada ont diminué de 50 % depuis l'adoption de la nouvelle réglementation relative aux OPA, comparativement à la période de quatre ans précédente, la diminution ayant été encore plus prononcée pour ce qui est des offres visant les émetteurs à faible capitalisation.
- 2 La prime moyenne offerte dans le cadre des OPA hostiles lancées par un premier initiateur a augmenté de 30 %, et les chances de succès de l'initiateur étaient plus élevées qu'au cours de la période précédente.
- 3 Les prises de contrôle amicales d'émetteurs cotés au Canada ont diminué de 24 % au cours de la période de quatre ans terminée en 2019 et le nombre des acquisitions réalisées par des acquéreurs stratégiques a reculé de plus de 30 %.
- 4 La prime moyenne offerte dans le cadre des prises de contrôle amicales d'émetteurs cotés au Canada a diminué d'environ 16 % depuis l'entrée en vigueur de la nouvelle réglementation relative aux OPA.

Survola des changements apportés en 2016 à la réglementation canadienne sur les OPA

Notre analyse empirique des données concernant les huit années de 2012 à la fin de 2019 nous a permis de constater qu'au Canada, le nombre des fusions et acquisitions visant les sociétés ouvertes est en baisse depuis 2016, année où des changements fondamentaux ont été apportés à la réglementation relative aux OPA en raison des craintes que les règles favorisaient les initiateurs au détriment des conseils d'administration des sociétés cibles.² Ces craintes avaient pris un caractère d'urgence au moment de la dernière crise financière, qui pourrait avoir contribué à créer le large soutien nécessaire à la mise en œuvre des changements.

L'un des principaux buts de la nouvelle réglementation était de « rééquilibrer » la balance des pouvoirs des parties à une OPA et d'accorder un plus grand pouvoir au conseil d'administration des sociétés cibles. Trois changements principaux ont été apportés à la réglementation en 2016 :

- le délai minimal de dépôt dans le cas d'une OPA lancée par un premier initiateur a triplé, pour passer de 35 à 105 jours, que le conseil de la cible peut réduire jusqu'à 35 jours (le calendrier de toute offre concurrente étant dicté par le calendrier de la première offre);
- toutes les offres sont assujetties à une obligation de dépôt minimal selon laquelle la majorité des actions n'appartenant pas à l'initiateur et à ses alliés doivent avoir été déposées en réponse à l'offre avant que l'initiateur puisse prendre livraison d'actions;
- si toutes les conditions rattachées à l'OPA sont remplies, l'initiateur doit prolonger l'offre de 10 jours pour donner plus de temps aux actionnaires de déposer leurs actions.

Le pouvoir accordé au conseil d'administration de la société cible, qui peut agir sur la durée de l'offre et dispose d'un délai considérablement accru pour chercher des solutions de rechange, associé à l'obligation de dépôt minimal, devait inciter davantage les initiateurs à négocier avec le conseil des sociétés cibles et accroître la possibilité pour le conseil de « négocier des offres amicales de meilleure qualité ».

2 La nouvelle réglementation relative aux OPA est entrée en vigueur le 9 mai 2016 et non au début de l'année 2016, mais, pour faciliter la comparaison et la compréhension, nous avons présenté certaines données en fonction de l'année civile. Si nous avions présenté les données relatives aux OPA hostiles en fonction de périodes de 12 mois se terminant le 9 mai, les données n'auraient pas été substantiellement différentes, car une seule OPA hostile a été lancée entre le 1^{er} janvier 2012 et le 9 mai 2012 et aucune OPA hostile n'a été lancée entre le 1^{er} janvier 2016 et le 9 mai 2016. De plus, en date du 9 mai 2020, aucune OPA hostile n'avait été lancée en 2020. En outre, la nouvelle réglementation relative aux OPA a fait l'objet de discussions pendant des années et a été publiée sous sa forme définitive en février 2016, pour informer les participants au marché que son entrée en vigueur était imminente, et cette publication anticipée a pu influencer sur le comportement des participants au marché au cours des quatre premiers mois de 2016. De plus, compte tenu de l'impact soudain, dramatique et sans précédent de la COVID-19 sur l'économie mondiale et les activités de fusion et acquisition, nous n'avons pas inclus de données pour 2020 dans notre analyse. Comme nous l'avons déjà mentionné, nous continuerons de suivre les activités de fusion et acquisition et prévoyons nous pencher de nouveau sur ce sujet dans des bulletins futurs.

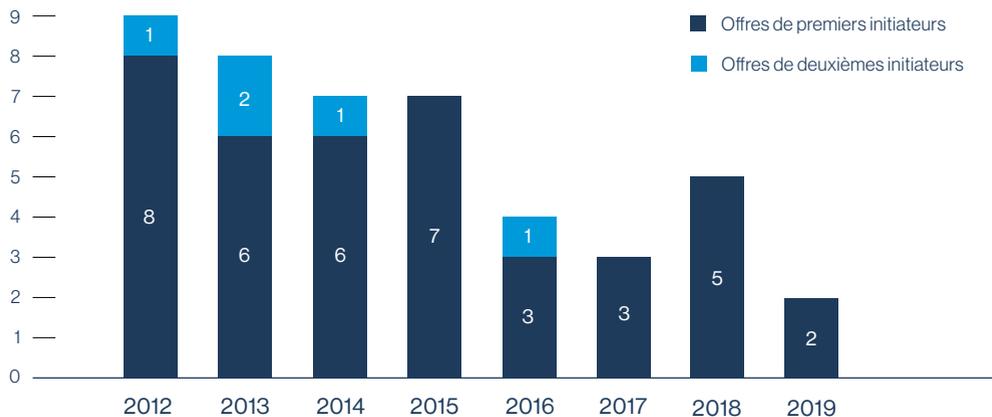
Tendances observées dans le secteur des fusions et acquisitions de sociétés ouvertes au Canada depuis 2016

1 LES OPA HOSTILES LANCÉES PAR UN PREMIER INITIATEUR SOUHAILANT PRENDRE LE CONTRÔLE D'UN ÉMETTEUR COTÉ AU CANADA ONT DIMINUÉ DE 50 % DEPUIS L'ADOPTION DE LA NOUVELLE RÉGLEMENTATION RELATIVE AUX OPA, COMPARATIVEMENT À LA PÉRIODE DE QUATRE ANS PRÉCÉDENTE, LA DIMINUTION AYANT ÉTÉ ENCORE PLUS PRONONCÉE POUR CE QUI EST DES OFFRES VISANT LES ÉMETTEURS À FAIBLE CAPITALISATION.

L'OPA hostile classique est une offre présentée par un premier initiateur directement aux actionnaires de la société cible, qui place le contrôle de la société cible « en jeu ». L'initiateur cherche ainsi à éviter d'avoir à négocier avec le conseil d'administration de la société cible et à profiter du fait qu'il est le premier arrivé pour influencer la suite des choses et prendre de court ses concurrents éventuels. On pourrait s'attendre à ce que les entreprises y réfléchissent à deux fois avant de lancer une offre en tant que premier initiateur selon la nouvelle réglementation, étant donné que l'avantage dont bénéficiaient par le passé ceux qui étaient les premiers à lancer une offre a été supprimé, entre autres choses. Par contraste, le « deuxième initiateur » se lance dans un processus public en cours et tente au moyen d'une offre hostile de faire obstacle à une opération amicale existante. Nous ne nous attendions pas à ce que la nouvelle réglementation ait une incidence significative sur les offres de deuxième initiateurs, qui étaient relativement rares par le passé, puisque le calendrier de la première offre amicale détermine le calendrier de l'offre du second initiateur.

Entre le 9 mai 2016, date d'entrée en vigueur de la nouvelle réglementation relative aux OPA, et le 31 décembre 2019, il n'y a eu que 13 offres hostiles présentées par un premier initiateur en vue de la prise de contrôle d'émetteurs cotés au Canada, soit 50 % de moins que les 26 offres hostiles de premiers initiateurs lancées entre le 9 mai 2012 et le 8 mai 2016. Le nombre d'offres présentées par un deuxième initiateur a également diminué : une seule de ces offres a été présentée au cours de la dernière période, même si seulement quatre de ces offres avaient été lancées au cours de la période précédente. Les secteurs minier et énergétique ont connu le plus haut niveau d'activité depuis l'entrée en vigueur de la nouvelle réglementation : 75 % de toutes les OPA hostiles lancées depuis 2016 ont été lancées dans ces secteurs. Bien qu'elle ne soit pas indiquée dans le graphique n° 1 ci-dessous, la diminution des offres visant les émetteurs à faible capitalisation a été particulièrement prononcée, les entreprises affichant une capitalisation boursière de 50 millions de dollars ou moins n'ayant été visées que cinq fois par un premier initiateur, comparativement à 15 fois au cours de la période précédente (réduction représentant une baisse des deux tiers).

GRAPHIQUE 1 : OPA hostiles par année



Source : SEDAR

Note : Les données du graphique n° 1 ci-dessus comprennent 27 offres lancées par un premier initiateur entre 2012 et 2015, ainsi qu'une offre entreprise par un premier initiateur avant le 9 mai 2012 (soit quatre ans avant la date de l'adoption de la nouvelle réglementation relative aux OPA).

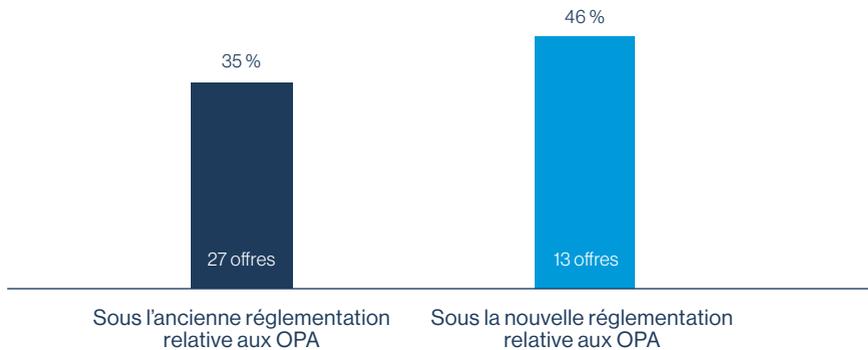
Depuis l'entrée en vigueur de la nouvelle réglementation, seuls les acquéreurs stratégiques ont utilisé les OPA hostiles comme stratégie d'acquisition. Les acquéreurs financiers, pour leur part, dont on pourrait généralement s'attendre à ce qu'ils répugnent à lancer une offre hostile compte tenu du temps et des coûts qui y sont associés, sans parler de l'incertitude considérable quant au succès d'une telle offre, n'ont présenté aucune offre hostile depuis l'adoption de la nouvelle réglementation, mais en avaient lancé huit au cours de la période précédente.

2 LA PRIME MOYENNE OFFERTE DANS LE CADRE DES OPA HOSTILES LANCÉES PAR UN PREMIER INITIATEUR A AUGMENTÉ DE 30 %, ET LES CHANCES DE SUCCÈS DE L'INITIATEUR ÉTAIENT PLUS ÉLEVÉES QU'AU COURS DE LA PÉRIODE PRÉCÉDENTE.

Notre analyse comparative des données relatives aux primes des deux périodes indique une augmentation de plus de 30 % de la prime initiale moyenne offerte par les premiers initiateurs, qui est passée de 35 % à 46 %. Comme nous le verrons plus en détail ci-après, la prime moyenne offerte dans le cadre d'acquisitions amicales, en revanche, a *diminué* de 16 % comparativement à la période précédente. L'augmentation de la prime moyenne associée aux offres de premiers initiateurs est fondée sur un ensemble très limité de données; il est possible que des facteurs tels que le délai plus long pendant lequel l'offre est exposée à la concurrence et des mesures défensives de la part de la société cible aient poussé les initiateurs d'offres hostiles à surenchérir auprès des actionnaires de la société cible davantage que sous le régime de réglementation précédent. Il se peut aussi que la prime moyenne plus élevée s'explique en partie par le fait que toutes les offres de premiers initiateurs présentées depuis l'entrée en vigueur de la nouvelle réglementation provenaient d'acquéreurs stratégiques, dont on attend généralement une prime plus élevée que de la part d'acquéreurs financiers étant donné la valeur stratégique ajoutée et les synergies susceptibles de découler d'une acquisition réussie.

GRAPHIQUE 2 :

Prime initiale – Offres de premiers initiateurs (Moyenne interquartile)

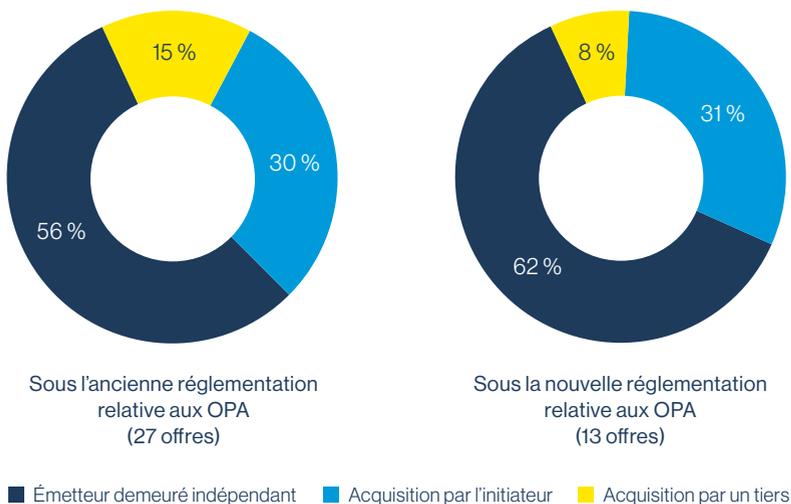


Source : Bloomberg et autres sources publiques.

Toutefois, l'augmentation notable de la prime moyenne n'a pas produit de résultat proportionnellement meilleur pour l'initiateur de l'OPA hostile. Les résultats des 13 offres lancées par un premier initiateur sous la nouvelle réglementation étaient généralement conformes à ceux de la période précédente, les initiateurs ayant acquis le contrôle plus souvent depuis l'entrée en vigueur de la nouvelle réglementation (62 % contre 56 %), tandis que les émetteurs sont demeurés indépendants dans environ 30 % des cas pendant toute la période visée par notre étude.

GRAPHIQUE 3 :

Résultats – Offres lancées par un premier initiateur



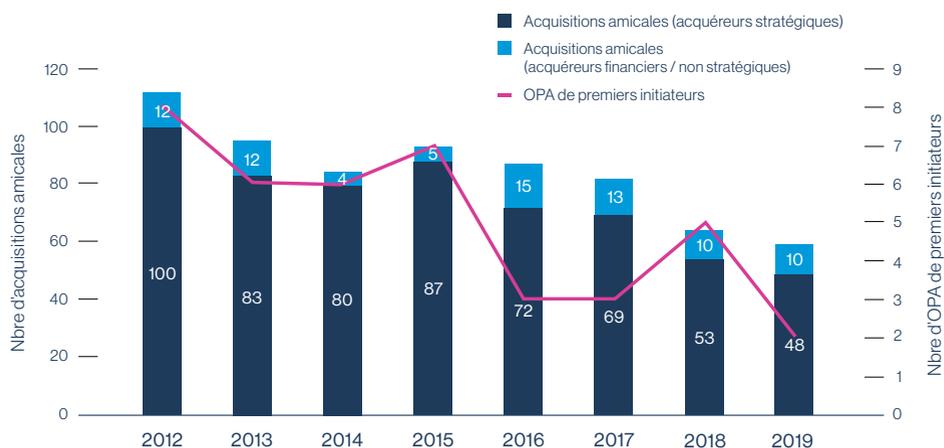
Source : SEDAR

3 LES PRISES DE CONTRÔLE AMICALES D'ÉMETTEURS COTÉS AU CANADA ONT DIMINUÉ DE 24 % AU COURS DE LA PÉRIODE DE QUATRE ANS TERMINÉE EN 2019 ET LE NOMBRE DES ACQUISITIONS RÉALISÉES PAR DES ACQUÉREURS STRATÉGIQUES A REÇULÉ DE PLUS DE 30 %.

Nous avons constaté une tendance à la baisse semblable, mais moins marquée, du nombre des prises de contrôle « amicales » d'émetteurs cotés au Canada : le nombre de ces opérations a diminué d'environ 24 % par rapport à la période de quatre ans terminée en 2019. Toutefois, les données de la période écoulée depuis 2016 révèlent deux tendances opposées lorsqu'on examine séparément les opérations des acquéreurs stratégiques et celles des acquéreurs financiers.

Alors que les acquéreurs financiers semblent avoir abandonné les OPA hostiles depuis l'entrée en vigueur de la nouvelle réglementation, nos données révèlent qu'ils ont lancé 45 % *de plus* d'offres d'acquisition *amicales* au cours des quatre années terminées en 2019. En revanche, en ce qui concerne les acquéreurs stratégiques, à l'instar de la tendance constatée pour les OPA hostiles, nous avons noté une baisse des prises de contrôle amicales, qui ont *diminué* de plus de 30 % au cours des quatre années terminées en 2019. Plusieurs facteurs peuvent sans doute expliquer cette baisse, dont la volatilité dans des secteurs clés comme les secteurs minier et énergétique et, du moins en partie, le fait que l'on considère désormais les offres hostiles comme une solution moins viable pour les acquéreurs que les acquisitions négociées, les conseils d'administration considérant maintenant les offres hostiles comme des menaces moindres et pesant ainsi de tout leur poids dans les négociations amicales. Dans les cas où cette dynamique s'est enclenchée, on pourrait s'attendre à ce que les données révèlent une hausse de la prime moyenne associée aux opérations amicales réalisées, mais, comme nous le verrons plus loin, nos recherches révèlent la tendance inverse.

GRAPHIQUE 4 :
Fusions et acquisitions amicales de sociétés ouvertes vs OPA de premiers initiateurs par année



Source : Bloomberg, SEDAR et autres sources publiques.

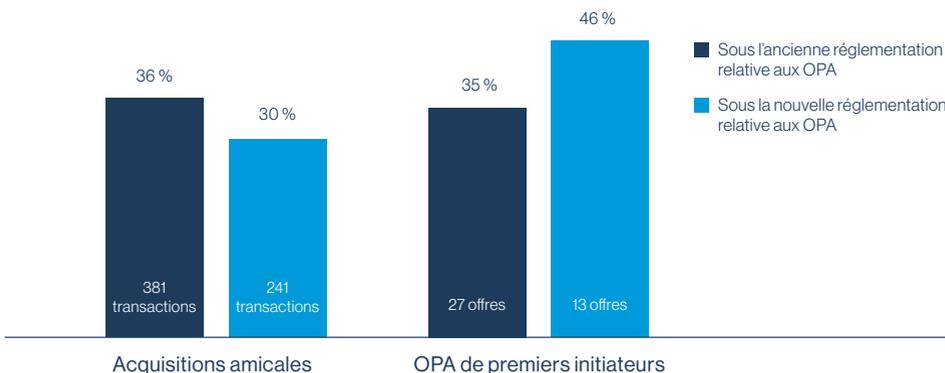
Nous avons constaté, comme pour les offres de premiers initiateurs, que la plus grande baisse du nombre d'acquisitions concernait les émetteurs affichant une capitalisation boursière de 50 millions de dollars ou moins, ce secteur du marché ayant subi une baisse de près de 50 %. Le nombre des sociétés inscrites à la cote de la Bourse de croissance TSX a diminué de plus de 25 % depuis 2012, mais cette diminution de l'« offre » n'explique pas à elle seule la baisse.

Les secteurs minier et énergétique ont connu une baisse d'activité disproportionnée comparativement à d'autres secteurs. Avant l'entrée en vigueur de la nouvelle réglementation, les acquisitions d'émetteurs des secteurs minier et énergétique représentaient 70 % de toutes les fusions et acquisitions amicales de sociétés ouvertes (et 72 % de toutes les opérations lancées par des acquéreurs stratégiques), alors que pour la période de quatre ans terminée en 2019, elles n'ont représenté que 54 % de ces opérations (et 58 % de l'ensemble des opérations lancées par des acquéreurs stratégiques).

4 LA PRIME MOYENNE OFFERTE DANS LE CADRE DES PRISES DE CONTRÔLE AMICALES D'ÉMETTEURS COTÉS AU CANADA A DIMINUÉ D'ENVIRON 16 % DEPUIS L'ENTRÉE EN VIGUEUR DE LA NOUVELLE RÉGLEMENTATION RELATIVE AUX OPA.

Alors que la prime moyenne offerte dans le cadre d'OPA hostiles de premiers initiateurs est plus élevée depuis l'adoption de la nouvelle réglementation, nous avons observé la tendance inverse dans le cas des prises de contrôle amicales d'émetteurs cotés au Canada. En effet, la prime moyenne offerte dans le cas des opérations amicales est passée de 36 % pour la période du 1^{er} janvier 2012 au 8 mai 2016 (37 % dans le cas des offres lancées par des acquéreurs stratégiques) à 30 % pour la période du 9 mai 2016 à la fin de 2019 (31 % dans le cas des offres lancées par des acquéreurs stratégiques), soit une baisse d'environ 16 %. On aurait pu s'attendre à ce que la prime moyenne *augmente* : les acquéreurs, cherchant à s'épargner le temps et les coûts associés à une OPA hostile, auraient pu être prêts à payer plus cher pour obtenir l'aval du conseil d'administration de la société cible. En même temps, il est également possible que d'autres facteurs, comme des évaluations de marché plus élevées dans certains secteurs ou la volatilité du cours des marchandises dans d'autres secteurs, aient contribué dans une certaine mesure à la fois à la diminution du nombre des opérations amicales et à la baisse de la prime moyenne. Une autre théorie pouvant expliquer cette baisse de prime repose sur le pouvoir accru accordé aux sociétés cibles, qui a poussé les acquéreurs à offrir une plus grande valeur aux initiés aux dépens des actionnaires dans le but d'obtenir l'aval du conseil d'administration et de l'équipe de direction de la société cible. Nous n'avons pas examiné cette théorie, mais il serait intéressant de le faire.

GRAPHIQUE 5 :
Prime initiale – Acquisitions amicales vs offres de premiers initiateurs
(Moyenne interquartile)



Source : Bloomberg et autres sources publiques.

Note : En constituant notre ensemble de données sur les fusions et acquisitions amicales de sociétés ouvertes, dans certains cas, nous n'avons pas pu vérifier la présence d'une prime initiale, de sorte que nous avons éliminé les opérations en question de notre analyse. Nous avons donc retranché 51 des 673 opérations, au total.

Quelle est la cause de la diminution des fusions et acquisitions au Canada?

Notre recherche n'a pas été conçue pour établir un lien de causalité entre l'adoption de la nouvelle réglementation relative aux OPA et le niveau des activités de fusion et acquisition visant les sociétés ouvertes au Canada. On pourrait soutenir que les données initiales indiquent une certaine corrélation, mais on ne peut savoir si le niveau des offres hostiles résulte des tendances générales en matière de fusions et acquisitions ou en est le catalyseur. Il est clair que le niveau des fusions et acquisitions de sociétés ouvertes au Canada depuis 2016 est contraire à la tendance mondiale, qui a été à la hausse; toutefois, les tendances propres à certains secteurs, comme les secteurs minier et énergétique, dont font partie un nombre important des émetteurs cotés au Canada, pourraient également expliquer la diminution. Quelles qu'en soient les causes exactes, il est clair que même avant la pandémie de COVID-19, la situation avait changé au Canada à l'égard des fusions et acquisitions de sociétés ouvertes. Certaines sociétés pourraient désormais considérer une OPA hostile comme une menace moins importante qu'auparavant et certains acquéreurs potentiels, notamment les acquéreurs financiers, comme une option stratégique de moins en moins attrayante.

Regard vers l'avenir

Si le niveau des activités de fusion et acquisition visant les sociétés ouvertes au Canada devait remonter après la pandémie, ce pourrait être, notamment, par le biais d'un changement à l'égard du pouvoir relatif du conseil d'administration des sociétés cibles qui favoriserait les acquéreurs potentiels, étant donné les nombreuses pressions externes qui pourraient s'exercer sur le conseil des sociétés les plus défavorablement touchées par la pandémie. Toutefois, les acquéreurs potentiels devront d'abord être raisonnablement satisfaits de leurs propres perspectives de viabilité à long terme dans un contexte économique qui risque d'être instable pendant un certain temps.

Si le niveau des activités de fusion et acquisition visant les sociétés ouvertes au Canada devait remonter après la pandémie, ce pourrait être, notamment, par le biais d'un changement à l'égard du pouvoir relatif du conseil d'administration des sociétés cibles qui favoriserait les acquéreurs potentiels.

Par exemple, les actionnaires d'une entreprise affaiblie pourraient être plus réceptifs à l'idée d'une opération rehaussant la liquidité qu'à l'idée de l'insolvabilité de l'entreprise. Les créanciers d'une telle entreprise pourraient également accueillir favorablement un regroupement afin de réduire leur exposition au risque de crédit. D'autres parties prenantes, tels que les salariés, pourraient accueillir positivement un employeur affichant un bilan plus solide, et préférer un certain nombre de mises à pied résultant des synergies associées à un regroupement à un chômage de masse. Dans un tel scénario, un acquéreur potentiel pourrait être plus enclin à présenter (ou à menacer de façon crédible de présenter) son offre directement aux actionnaires, malgré les risques qui y seraient associés en raison de la nouvelle réglementation relative aux OPA, dans l'espoir que la volonté du conseil de la société cible d'exercer son pouvoir sera affaiblie par ces pressions et d'autres pressions externes. Bien entendu, les acquéreurs potentiels pourraient plutôt patienter, si la pandémie et l'incertitude économique connexe se poursuivent, et considérer leur bilan renforcé comme une protection leur permettant de braver la tempête que comme une arme puissante à utiliser contre des concurrents affaiblis.

Notre méthodologie

Ensemble de données sur les OPA hostiles : Nous avons généré notre ensemble de données sur les OPA hostiles en cherchant dans le Système électronique de données, d'analyse et de recherche (« SEDAR ») toutes les notes d'information relatives à une OPA déposées entre le 1^{er} janvier 2012 et le 31 décembre 2019. Nous avons ensuite réduit l'ensemble des données pour n'inclure que les OPA par lesquelles l'acquéreur cherchait à acquérir le contrôle, selon la loi (c'est-à-dire la propriété de la majorité de titres avec droit de vote), d'une société cotée au Canada et qui n'avaient pas reçu l'appui du conseil d'administration de la société cible au moment où elles avaient été annoncées. Nous avons resserré l'ensemble des données afin d'éliminer trois offres conditionnelles croisées qu'avait lancées Zara Resources Inc. en 2013 et que nous considérons comme des données aberrantes. En fait, ces trois offres ont été suspendues en raison d'une ordonnance d'interdiction d'opérations sur valeurs pour non-conformité aux règles applicables avant que les conseils d'administration des sociétés cibles n'aient à formuler leur recommandation dans une circulaire. Une fois notre ensemble de données complet, nous avons classifié les OPA en fonction de la date à laquelle elles avaient été officiellement lancées.

Classification des OPA hostiles : Nous nous sommes principalement concentrés sur les offres de premiers initiateurs, étant donné que la nouvelle réglementation relative aux OPA a une incidence plus importante sur celles-ci. À cet égard, dans le cas d'une offre qu'un initiateur lance en tant que solution de rechange à une opération amicale existante négociée par la société cible, le calendrier de l'offre dépend du calendrier de l'opération amicale existante. Nous avons considéré comme une offre « de premier initiateur » l'offre que lance l'initiateur en bonne et due forme en vue d'acquérir une société cible en l'absence de toute opération importante annoncée publiquement nécessitant l'approbation des actionnaires dont, notamment, une opération amicale de changement de contrôle.

Classification des résultats : Nous avons considéré comme réussies les offres qui se sont traduites par un changement de contrôle de la société. Dans les cas où l'initiateur a acquis le contrôle de la société cible après avoir lancé une offre et avant l'expiration ou le retrait de celle-ci, ou dans les cas où l'initiateur et la société cible ont conclu une opération amicale dont la structure différait de celle de

l'offre, nous avons classifié l'acquisition dans la catégorie des « acquisitions par l'initiateur ». Dans les cas où un tiers autre que l'initiateur a acquis le contrôle de la société cible après le lancement de l'offre et avant l'expiration ou le retrait de celle-ci (un « chevalier blanc », par exemple), nous avons classifié l'acquisition dans la catégorie des « acquisitions par un tiers ». Dans les cas où aucune partie n'a acquis le contrôle de la société cible après le lancement de l'offre et avant l'expiration ou le retrait de celle-ci, nous avons indiqué « émetteur demeuré indépendant ».

Ensemble de données sur les opérations amicales : Nous avons généré notre ensemble de données sur les fusions et acquisitions amicales de sociétés ouvertes en cherchant dans les données de Bloomberg de l'information sur toutes les opérations de fusions et acquisitions comportant l'acquisition d'une société cotée au Canada entre le 1^{er} janvier 2012 et le 31 décembre 2019. Aux fins de la comparaison de l'ensemble de données sur les opérations amicales et de l'ensemble de données sur les OPA hostiles, nous n'avons sélectionné que les opérations comportant l'acquisition du contrôle de la société cible. De ce sous-groupe, nous avons retiré, lorsque nous avons pu les repérer, les prises de contrôle résultant de l'émission d'actions sur le capital autorisé (dans le cadre d'un placement privé, d'une prise de contrôle inversée ou d'une opération admissible, par exemple), les opérations résultant d'une procédure d'insolvabilité et les ventes sur le marché secondaire par un actionnaire vendeur. De plus, nous avons retiré les opérations qualifiées par Bloomberg d'« interrompues » (*terminated*) ou de « retirées » (*withdrawn*), ainsi que certaines opérations marquées « en suspens » (*pending*) dans les cas où la suspension de l'opération avant sa réalisation avait été enregistrée.

Classification des acquéreurs : La classification des acquéreurs comme « stratégiques » ou « financiers » comporte un certain degré de subjectivité dans certains cas. Aux fins de cette classification, nous avons examiné la classification sectorielle des acquéreurs et des sociétés cibles par Bloomberg. Ainsi, nous avons classifié les opérations dont l'acquéreur et la société cible avaient la même classification sectorielle, dans la catégorie des opérations stratégiques, sauf si la classification de l'acquéreur et de la cible était dans les deux cas « financière ». Nous avons examiné individuellement les opérations pour lesquelles la classification sectorielle de l'acquéreur et de la cible différait ou pour lesquelles l'acquéreur et la cible étaient tous deux dans la classification « financière », afin de déterminer leur classification appropriée. Dans le cas des OPA hostiles, nous avons classifié les initiateurs comme

« stratégiques » ou « financiers » en exerçant notre jugement et en tenant compte de divers facteurs, dont l'approche de l'initiateur en matière de communication d'information et d'investissement.

Données sur les primes et calcul des primes : Pour constituer notre ensemble de données sur les primes, nous avons principalement consulté le champ « *Announced Premium* » (prime annoncée) des données de Bloomberg. Dans certains cas, nous avons complété les données par des recherches et des enquêtes supplémentaires dans d'autres sources, notamment des communiqués de presse, des notes d'information relatives à des offres publiques d'achat et des circulaires du conseil d'administration, lorsque nous avons estimé qu'un éclaircissement ou un calcul supplémentaire était nécessaire en raison des limites perçues des ensembles de données de Bloomberg. Par exemple, dans certains cas, Bloomberg n'a pas présenté de données sur les primes ou a utilisé une date d'annonce différente de celle que nous avons trouvée ailleurs dans nos recherches. Dans certains cas, en constituant notre ensemble de données sur les fusions et acquisitions amicales de sociétés ouvertes, nous n'avons pas pu vérifier la présence d'une prime initiale, ni en consultant les données de Bloomberg ni en consultant d'autres sources publiques, de sorte que nous avons éliminé les opérations en question de notre ensemble de données aux fins de l'analyse des primes. Nous avons donc retranché 33 opérations pour la période du 1^{er} janvier 2012 au 8 mai 2016, et 18 opérations pour la période du 9 mai 2016 au 31 décembre 2019. Nous avons analysé les données relatives aux primes moyennes en utilisant les moyennes interquartiles. Ainsi, nous avons pu tenir compte des données aberrantes dans notre ensemble de données sur les OPA hostiles et les fusions et acquisitions de sociétés ouvertes. L'écart interquartile est une mesure consistant à disperser un ensemble de données en quatre quartiles de 25 %, puis à éliminer le premier et le dernier quartiles, c'est-à-dire les fréquences les plus élevées et les plus basses, afin de produire un ensemble de 50 % d'occurrences moyennes. Aux fins de notre analyse des primes associées aux opérations amicales de fusion et acquisition visant des sociétés ouvertes, nous avons comparé toutes les données disponibles sur les primes

associées à toutes les opérations de notre ensemble de données annoncées avant le 8 mai 2016 avec toutes les données disponibles sur les primes associées à toutes les opérations de notre ensemble de données annoncées le 9 mai 2016 ou après cette date, c'est-à-dire que nous avons comparé environ 52 mois de données avec environ 44 mois de données.

Mise en garde

Nos recherches, examens et analyses ne doivent pas être interprétés comme des arguments à l'appui de l'existence d'une relation de causalité entre deux variables analysées ni comme des conseils ou des recommandations juridiques. Même si notre analyse vise à contribuer au débat sur les changements apportés à la réglementation relative aux OPA au Canada et à l'examen des perspectives à l'égard des fusions et acquisitions de sociétés ouvertes au Canada, nous mettons en garde le lecteur concernant les limites inhérentes à la formulation de conclusions à partir de nos ensembles de données. En effet, le nombre relativement faible d'OPA hostiles au cours de la période visée par notre analyse forme un ensemble de données assez restreint qui limite la possibilité d'en tirer des conclusions statistiques significatives. De plus, une période de quatre ans est un délai relativement court pour évaluer l'incidence durable de changements aussi fondamentaux que ceux qui ont été apportés en 2016. Malgré les limites susmentionnées, notre analyse a révélé certaines tendances potentielles qui nous ont semblé dignes de discussion; c'est dans cet esprit que nous avons publié le présent rapport.

Remerciements

Nous tenons à souligner avec gratitude la contribution de nombreux étudiants et membres du personnel, ainsi que l'apport de nos collègues qui ont fourni de précieux commentaires, sans lesquels cette étude n'aurait pas été possible.

Collaborateurs

Nous tenons à souligner avec gratitude la contribution de nombreux étudiants et membres du personnel, ainsi que l'apport de nos collègues qui ont fourni de précieux commentaires, sans lesquels cette étude n'aurait pas été possible.



Aaron J. Atkinson
Toronto



Mathieu Taschereau
Toronto



Shane Freedman
Toronto

Personnes-ressources

Si vous souhaitez discuter de questions abordées dans le présent rapport ou si vous désirez un complément d'information, veuillez communiquer avec l'une des personnes suivantes ou visitez notre site Web au www.dwpv.com.

Toronto



Aaron J. Atkinson

416.367.6907
aatkinson@dwpv.com



Patricia L. Olasker

416.863.5551
polasker@dwpv.com



Melanie A. Shishler

416.863.5510
mshishler@dwpv.com



Vincent A. Mercier

416.863.5579
vmercier@dwpv.com



Jennifer F. Longhurst

416.367.7453
jlonghurst@dwpv.com

Montréal



Franziska Ruf

514.841.6480
fruf@dwpv.com



Olivier Désilets

514.841.6561
odesilets@dwpv.com

DAVIES

MONTREAL

1501, avenue McGill College
Montréal QC Canada
H3A 3N9
514.841.6400

TORONTO

155 Wellington Street West
Toronto ON Canada
M5V 3J7
416.863.0900

NEW YORK

900 Third Avenue
New York NY U.S.A. 10022
212.588.5500