14 AOÛT 2019

Le Tribunal administratif des marchés financiers du Québec empêche Groupe Mach de faire piquer du nez l'opération Transat A.T./Air Canada

Auteurs : Louis-Martin O'Neill, Olivier Désilets, Nicolas Morin et Faiz Lalani

Le Tribunal administratif des marchés financiers (le tribunal en matière de valeurs mobilières du Québec) a rendu une décision partagée à deux contre un aux termes de laquelle il a prononcé une ordonnance d'interdiction d'opérations à l'égard de l'offre de Groupe Mach visant l'acquisition de 19,5 % des actions de Transat A.T. Inc. Le Tribunal a jugé que certaines caractéristiques de l'offre d'achat restreinte de Groupe Mach, qui cherchait à faire dérailler l'acquisition projetée de Transat par Air Canada, justifiaient son intervention. Outre l'ordonnance d'interdiction d'opérations rendue par la majorité de la formation, le Tribunal a ordonné à Groupe Mach de ne pas prendre livraison des actions déposées en réponse à l'offre, le cas échéant, et de retourner les procurations remises à l'égard des actions déposées.

Les offres d'achat restreintes sont des offres d'achat de titres présentées à tous les actionnaires d'une société ouverte qui sont conçues de manière à ne pas entraîner l'application des règles sur les offres publiques d'achat prévues par la législation en valeurs mobilières canadienne.

Dans la décision majoritaire, les juges du Tribunal se sont concentrés sur les caractéristiques suivantes de l'offre, qui ont été jugées problématiques :

- l'offre était valide pour un délai de 11 jours, délai qui a été jugé insuffisant;
- l'offre était structurée de manière à permettre à Groupe Mach d'exercer les droits de vote et de dissidence rattachés à toutes les actions déposées, qu'elle en prenne livraison et en règle le prix ou non, ce qui pouvait donner lieu à l'obtention de droits de vote excédant largement la participation de 19,5 % que Groupe Mach était susceptible d'acquérir dans les actions de Transat;
- l'information communiquée au public pressait les actionnaires d'agir au plus vite au risque de perdre une occasion qu'on présentait comme permettant de « réaliser une valeur sûre » et qui renfermait des déclarations contradictoires quant à la question de savoir si les procurations déposées étaient révocables ou non.

Contexte

Le 30 avril 2019, Transat a annoncé qu'elle avait entrepris des discussions préliminaires avec des acquéreurs potentiels. Le 16 mai 2019, Transat a annoncé qu'elle avait accepté d'être liée par une période de négociation exclusive de 30 jours avec Air Canada en vue de la conclusion d'une opération définitive aux termes de laquelle Air Canada ferait l'acquisition de toutes les actions en circulation de Transat pour une contrepartie de 13 $ l'action. Le 27 juin 2019, Transat et Air Canada ont annoncé qu'elles avaient conclu une entente définitive en vue de l'acquisition de Transat par Air Canada pour une contrepartie de 13 $ l'action. L'assemblée extraordinaire au cours de laquelle les actionnaires seront appelés à voter à l'égard de l'arrangement devrait avoir lieu le 23 août 2019.

Le 2 août 2019, Groupe Mach a annoncé une offre visant l'acquisition de 19,5 % des actions à droit de vote de catégorie B de Transat pour une contrepartie de 14 $ l'action. Cette offre avait pour objectif avoué de bloquer l'opération projetée entre Transat et Air Canada.

Le 6 août 2019, Transat a annoncé que Transat et Air Canada avaient déposé une plainte auprès du Tribunal dans laquelle elles alléguaient que l'offre était coercitive et abusive et que le Tribunal devait exercer le pouvoir qui lui est conféré de veiller à l'intérêt public en empêchant Groupe Mach d'acquérir les actions déposées et d'exercer les droits de vote qui y sont rattachés. À l'audience, l'Autorité des marchés financiers, l'autorité en valeurs mobilières du Québec, a soutenu la position adoptée par Transat et Air Canada.

La décision du Tribunal

L'offre de Groupe Mach a été structurée de manière à ne pas constituer une offre publique d'achat visée par le *Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat* (qui se serait appliqué si l'offre avait porté sur l'acquisition de 20 % ou plus des actions de catégorie B). Néanmoins, la majorité a conclu que, même si le Règlement 62-104 ne s'appliquait pas, l'esprit de celui-ci devait servir de guide au Tribunal. En présence d'une stratégie passablement novatrice (la tentative de bloquer une opération potentielle au moyen d'une offre d'achat restreinte), la majorité a également conclu que le Tribunal devait être plus enclin à intervenir.

Le juge dissident a soutenu que, puisque l'organisme de réglementation avait choisi de ne pas réglementer ce type d'offre, il n'appartenait pas au Tribunal d'imposer au marché de nouvelles normes que l'organisme de réglementation avait choisi de ne pas imposer. Le juge dissident s'est dit préoccupé de l'incidence qu'aurait une telle décision sur le marché.

Selon la majorité, une combinaison de plusieurs facteurs a fait en sorte que l'intervention du Tribunal était nécessaire.

Tout d'abord, la majorité est arrivée à la conclusion que le délai de 11 jours (dont 4 jours de fin de semaine) était insuffisant pour que les actionnaires de Transat puissent adéquatement évaluer l'offre, particulièrement dans le contexte où l'offre ciblait les petits investisseurs, selon les dires mêmes de Groupe Mach dans les documents relatifs à l'offre. Bien que le Règlement 62-104 ne s'applique pas à l'offre de Groupe Mach, la majorité a tenu compte du fait que celui-ci prévoit une période de validité minimale de l'offre se situant entre 35 et 105 jours. La majorité a donc conclu que le délai était trop court puisqu'il obligeait les actionnaires à agir rapidement au risque de perdre une « occasion » qui était présentée comme permettant de « réaliser une valeur sûre » et une « prime en espèces considérable ». La majorité n'a toutefois pas indiqué ce que serait un délai acceptable dans les circonstances.

Ensuite, la majorité s'est dite préoccupée par la structure de l'offre, qui permettait à Groupe Mach d'obtenir considérablement plus que 19,5 % des droits de vote et de dissidence alors qu'elle s'engageait à acquérir au plus 19,5 % des actions de catégorie B, si elle en acquérait. La majorité a également exprimé des inquiétudes quant au moment de l'offre, qui faisait en sorte que les actionnaires ne pouvaient savoir s'ils recevraient la contrepartie totale, ou un montant après dilution, avant que Groupe Mach n'exerce les droits de vote et de dissidence, y compris à l'égard d'actions qui ne seraient pas au bout du compte acquises. Le fait pour un initiateur d'exercer un droit à la dissidence à l'égard d'actions qu'il n'a pas encore acquises est discutable d'un point de vue pratique, étant donné que l'article 190 de la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* prévoit que seul un actionnaire inscrit peut exercer un droit à la dissidence.

La majorité était également préoccupée par le fait que Groupe Mach aurait été en mesure d'exercer des droits de vote et de dissidence et, par conséquent, de prendre des décisions importantes au nom des actionnaires, sans au bout du compte acquérir leurs actions. L'offre de Groupe Mach lui aurait permis de se prévaloir des conditions de clôture de l'offre pour ne pas prendre livraison des actions ni en régler le prix, tout en conservant la possibilité d'exercer les droits de vote rattachés à celles-ci.

Enfin, la majorité a exprimé des doutes quant à l'information fournie par Groupe Mach, qui ne donnait pas suffisamment de renseignements aux actionnaires concernant le risque que les actions déposées en réponse à l'offre ne soient pas acquises et quant aux indications confuses et contradictoires concernant la possibilité de révoquer les procurations déposées ou non.

Compte tenu du court délai et puisque qu'aucune autre mesure n'aurait pu être prise pour répondre efficacement aux préoccupations du Tribunal, ce dernier a rendu une ordonnance d'interdiction d'opérations le 11 août qui empêche Groupe Mach d'acquérir toute action de catégorie B déposée en réponse à l'offre et d'exercer les droits de vote qui y sont rattachés.

Conséquences

Bien que la décision donne une indication claire des principes applicables aux offres d'achat restreintes au Canada, elle ne règle pas définitivement la question de savoir si une offre d'achat restreinte déposée en vue de faire dérailler une opération projetée est de ce fait illicite. Toutefois, il y a lieu de lire cette décision à la lumière de l'intervention de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario en 2014 dans l'affaire de l'offre d'achat restreinte d'Orange Capital, LLC qui visait les parts de Partners REIT. Dans cette affaire, l'organisme de réglementation avait exigé qu'Orange Capital modifie son offre de manière à permettre aux actionnaires qui déposaient leurs actions de révoquer les procurations rattachées aux titres dont il n'avait pas pris livraison en raison d'un achat proportionnel ou d'un retrait de l'offre, ou dont le dépôt était révoqué par les porteurs de titres. Une fois de plus, les autorités en valeurs mobilières du Canada (dans le cas présent, le Tribunal) ont choisi d'intervenir dans un contexte où une offre d'achat restreinte était utilisée aux fins de recueillir des procurations.

Postscriptum

Le jour même où le Tribunal a rendu sa décision, Air Canada a annoncé qu'elle ferait passer la contrepartie prévue dans l'offre de 13 $ à 18 $ l'action. Letko Brosseau, l'actionnaire le plus important de Transat (qui détient 19,3 % de ses actions en circulation), a signé une convention de soutien et de dépôt à l'égard de l'offre révisée d'Air Canada.

Personnes-ressources : Louis-Martin O'Neill, Olivier Désilets et Patricia L. Olasker

Les renseignements et commentaires fournis aux présentes sont de nature générale et ne se veulent pas des conseils ou des opinions applicables à des cas particuliers. Nous invitons le lecteur qui souhaite obtenir des précisions sur l'application de la loi à des situations particulières à s'adresser à un conseiller professionnel.

© 2024 DAVIES WARD PHILLIPS & VINEBERG S.E.N.C.R.L., s.r.l.