20 MARS 2015

Acheter ou ne pas acheter les obligations d'une cible : telle est la question

Auteur : David Wilson

Il n'existe pas d'approche universelle en ce qui concerne le traitement des obligations en cours d'une société ouverte canadienne faisant l'objet d'une acquisition. De façon générale, la décision de racheter ou non les obligations de la cible ne revient pas entièrement à l'acquéreur. Les obligations de sociétés, aussi bien canadiennes qu'américaines, comportent généralement une option d'encaissement par anticipation en cas de changement de contrôle. Lorsque cette option est exercée, elle oblige l'émetteur à offrir de racheter ses obligations à une prime de 101 % de leur capital. Toutefois, cette prime de changement de contrôle peut être faible comparativement à la prime nécessaire pour rembourser par anticipation ou racheter l'intégralité des obligations. L'acquéreur peut conclure qu'il n'est pas économique de payer cette prime additionnelle afin de rembourser par anticipation de façon préventive la totalité des obligations de la cible.

Avant de prendre une décision à l'égard des obligations de la cible, l'acquéreur doit tenir compte de nombreux facteurs. Outre les considérations économiques manifestes, l'acquéreur doit déterminer s'il existe des moyens viables de rembourser par anticipation la totalité des obligations de la cible, s'il peut vivre avec les obligations en l'absence de tels moyens et quels sont les autres coûts associés au fait de laisser les obligations en cours.

Évaluer les autres possibilités en matière d'achat

L'acquéreur doit prendre en considération l'acte de fiducie relatif aux obligations, la nature et le nombre de porteurs d'obligations ainsi que les lois applicables pour évaluer les façons dont il pourrait racheter la totalité des obligations d'une cible.

Les obligations comportent toujours une option de remboursement par anticipation permettant à l'émetteur de rembourser par anticipation la totalité de ses obligations en cours. Pour les obligations de qualité, cette option se limite généralement à une prime compensatoire. Les obligations à rendement élevé peuvent également prévoir un calendrier de remboursement par anticipation à dates fixes. Bien que l'option de remboursement par anticipation garantisse que toutes les obligations sont remboursées par anticipation, la prime de remboursement peut être coûteuse. Une autre solution consiste à offrir d'acheter les obligations à un prix qui, bien qu'inférieur à la prime de remboursement, est suffisamment attrayant pour amener les porteurs à déposer leurs obligations. Il est essentiel d'établir le bon prix puisque, contrairement à un remboursement par anticipation, le choix de participer ou non à l'offre publique d'achat appartient au porteur d'obligations. Généralement, ces offres publiques d'achat sont jointes à un consentement « de sortie » et prévoient une prime de dépôt rapide afin d'inciter la participation. Néanmoins, il est peut-être irréaliste de viser un taux de participation de 100 %. Lorsqu'un taux supérieur à 90 % est atteint, certaines obligations permettent à leur émetteur de rembourser les obligations restantes au prix d'offre. Toutefois, même un taux de participation de 90 % est une cible élevée qui pourrait être difficile à atteindre si les obligations sont détenues par de nombreux porteurs, surtout si un grand nombre de ceux-ci sont des particuliers.

Bien que les offres publiques d'achat d'obligations ne soient généralement assujetties qu'à quelques restrictions stipulées dans l'acte de fiducie applicable, elles peuvent être soumises à la règlementation en valeurs mobilières. Aucun règlement canadien ne régit expressément les offres publiques d'achat de titres de créance non convertibles. Cependant, aux États-Unis, la règlementation relative aux offres publiques d'achat peut s'appliquer à une offre publique d'achat de titres de créance d'un émetteur canadien.

Relever les problèmes éventuels

En plus des facteurs économiques, des clauses restrictives ou d'autres conditions des obligations en cours de la cible peuvent forcer l'acquéreur à rembourser par anticipation ou à racheter l'intégralité des obligations. Des clauses restrictives figurant dans les obligations de la cible peuvent être incompatibles avec les plans de l'acquéreur. Ces obligations peuvent aussi être incompatibles avec les ententes de financement actuelles ou futures de l'acquéreur. Il se peut que ces ententes de financement n'autorisent pas les obligations de la cible ou, le cas échéant, l'existence d'une sûreté les grevant. À l'inverse, les obligations de la cible ne se prêtent peut-être pas aux ententes de financement de l'acquéreur.

Les sûretés constituent une source potentielle de conflits. Bien que les obligations de la cible puissent être non garanties, la clause de sûreté négative se rattachant généralement aux obligations non garanties peut nécessiter que celles-ci soient garanties à l'acquisition si l'acquéreur a des dettes garanties. Une sûreté négative nécessite également des ententes entre créanciers pour garantir que les obligations de la cible aient le même rang que les titres de créance du rang le plus élevé de l'acquéreur à l'égard de biens donnés en garantis communs. Habituellement, cela ne permet pas de moratoire en faveur des prêteurs de premier rang de l'acquéreur ni aucune autre restriction de la capacité des porteurs d'obligations de la cible de faire exécuter des mesures indépendantes contre les biens donnés en garantie. Il peut être difficile d'amener les sources de financement de l'acquéreur à consentir à ces ententes parce que les prêteurs de premier rang sont généralement réticents à partager également les biens donnés en garantie et, lorsqu'ils le font, ils exigent généralement le droit de prendre les décisions relatives à ces biens. En ce qui concerne les ententes de financement existantes, ces types d'accommodements ne seront peut-être pas autorisés si les prêteurs ou les porteurs d'obligations n'y consentent pas.

Évaluer les autres coûts

Hormis les paiements périodiques de capital et d'intérêts, il peut y avoir d'autres coûts permanents importants lorsque les obligations d'une cible demeurent en cours. Les plus importants sont les coûts continus de communication publique de l'information. La législation canadienne en valeurs mobilières prévoit qu'un émetteur assujetti canadien doit continuer de communiquer l'information à titre de société ouverte tant qu'il existe plus de 50 propriétaires véritables de ses titres (y compris les titres de créance) dans le monde ou au moins 15 propriétaires véritables dans une province ou un territoire du Canada. Il est irréaliste pour la plupart des émetteurs de passer sous ces seuils au moyen d'une offre publique d'achat de leurs obligations. Rembourser les obligations par anticipation constitue souvent la seule option pour l'émetteur de titres de créance qui veut cesser de communiquer de l'information au public. L'acquéreur doit également vérifier si la clause d'information figurant dans l'acte de fiducie elatif aux obligations oblige l'émetteur à fournir de l'information, notamment financière, nonobstant les obligations prévues par la législation en valeurs mobilières. Toutefois, si cette clause est problématique, elle peut généralement être supprimée au moyen de consentements de sortie obtenus dans le cadre d'une offre publique d'achat préventive.

Une fois qu'il a fait radier ses actions de la cote, l'émetteur assujetti canadien acquis ayant des titres de créance en cours devient un « émetteur émergent » aux termes des obligations d'information continue canadiennes. Malgré ce statut d'émetteur émergent, l'émetteur demeure assujetti à la plupart des obligations d'information dont il faisait l'objet comme émetteur inscrit à la cote d'une bourse. Il dispose cependant de plus de temps pour déposer ses états financiers annuels et intermédiaires de même que le rapport de gestion connexe. Les organismes canadiens de règlementation des valeurs mobilières sont peu enclins à donner d'autres dispenses à ceux qui émettent seulement des titres de créance. Un tel émetteur peut cependant satisfaire à la quasi-totalité de ses obligations d'information continue canadiennes au moyen des documents d'information continue déposés par sa société mère si celle-ci communique de l'information au Canada et aux États-Unis et garantit pleinement et inconditionnellement les titres de créance de l'émetteur. L'émetteur de titres de créance doit seulement déposer certains renseignements financiers sommaires (qui distinguent son information financière de celle de sa société mère) et déclarer séparément tous les changements importants qui ne constituent pas également des changements importants pour sa société mère.

Constitue un autre coût potentiellement majeur le portage négatif associé à tout préfinancement de l'offre obligatoire d'achat des obligations par suite d'un changement de contrôle. Certaines obligations peuvent permettre qu'une offre en cas de changement de contrôle soit faite avant l'acquisition; toutefois, tel n'est pas toujours le cas. Il peut également y avoir des obligations continues coûteuses prévues par l'acte de fiducie. Certaines de ces obligations peuvent être gérées au moyen de consentements de sortie préventifs – par exemple, la clause voulant que l'émetteur maintienne une note sur les obligations (et paie les frais relatifs à leur attribution). Toutefois, certaines obligations fondamentales ne peuvent pas être ainsi gérées, comme l'exigence de maintenir en poste et de payer un fiduciaire et celle de payer un agent pour les obligations.

Personnes-ressource : David Wilson

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.