10 JANVIER 2024

Dommages-intérêts « *Con Ed* » dans le cadre de fusions et acquisitions de sociétés ouvertes canadiennes : réinterpréter l'affaire *Cineplex c. Cineworld* à la lumière de la jurisprudence récente du Delaware

Auteurs : Patricia L. Olasker, Aaron J. Atkinson et Jonathan Bilyk

Quelles sont les voies de droit d'un vendeur se faisant éconduire par un acheteur qui choisit de tourner le dos à une opération et contrevient par le fait même à la convention d'achat? Dans le cas de fusions et d'acquisitions de sociétés à capital fermé, la réponse est relativement simple : il suffit de poursuivre l'acheteur afin de conclure l'opération ou d'obtenir une compensation sous forme de dommages intérêts. En ce qui a trait aux fusions et acquisitions de sociétés ouvertes, un certain flou demeure.

Le problème est lié à la façon dont la structure des opérations visant des sociétés ouvertes est habituellement établie. Lors de la négociation avec un acquéreur éventuel, le conseil d'administration de la société cible agit en tant qu'agent de négociation pour ses actionnaires, nombreux et dispersés, qui ne sont pas concrètement en mesure de participer aux négociations ou de signer la convention d'achat. La société cible (et non ses actionnaires) est donc partie à la convention d'achat et se trouve être, en l'absence d'une disposition particulière à l'effet contraire, la seule partie pouvant poursuivre l'acheteur en cas de manquement à ses obligations. Lorsque la société cible ne peut demander l'exécution en nature (ce qui est habituellement la voie de droit privilégiée), elle doit obtenir réparation du préjudice causé par l'acheteur en réclamant des dommages-intérêts.

Si un acheteur se retire d'une opération projetée, on ne peut s'attendre à ce que les dommages-intérêts accordés à la société cible comprennent la prime qui aurait été normalement payable à ses actionnaires, puisque seuls ces derniers (à l'exclusion de la société cible) auraient été en droit de recevoir le produit tiré de l'opération. En fait, jusqu'à la décision surprenante rendue dans l'affaire *Cineplex c. Cineworld* (décision du 12 décembre 2021, en anglais seulement) par la Cour supérieure de justice de l'Ontario, dans laquelle il a été établi qu'une société cible peut obtenir des dommages intérêts en compensation de la perte de synergies attendues d'une opération qui ne s'est pas concrétisée, la plupart des acheteurs qui étaient confrontés, au Canada, à une poursuite de cette nature pouvaient faire valoir de façon crédible que la société cible n'était en droit de demander, sous forme de dommages-intérêts, que le remboursement des frais qu'elle avait pris en charge dans le cadre de l'opération avortée. Dès lors, une société cible pouvait à juste titre se demander si la convention de fusion qu'elle venait de signer avec l'acheteur n'était rien de plus qu'une porte de sortie permettant à ce dernier de se retirer de l'opération à conclure et d'éviter le paiement d'une prime bien plus élevée que le montant d'éventuels dommages intérêts.

Pour parer à cette « échappatoire » ayant pour but d'alléger la facture, une société cible peut exiger d'inclure dans la convention d'achat une disposition obligeant l'acheteur à acquitter le montant de la prime non versée s'il commet une faute en se retirant de l'opération (ce qu'on appelle communément une disposition *Con Ed*, appellation qui découle de la décision rendue en 2005 par la U.S. Court of Appeals for the Second Circuit dans l'affaire *Consolidated Edison, Inc. c. Northeast Utilities* [en anglais seulement]). L'applicabilité d'une telle disposition demeure néanmoins incertaine. La décision rendue dans l'affaire *Cineplex* semblait favorable à l'adoption d'une certaine forme de disposition *Con Ed*, mais la Cour s'est finalement abstenue de baliser clairement le recours à celle-ci. Plus récemment, dans une première affaire de ce type pour le Delaware, la Cour de la chancellerie (Court of Chancery) s'est attaquée à l'application d'une disposition *Con Ed* dans l'affaire *Crispo c. Musk* (décision du 31 octobre 2023, en anglais seulement). Ses conclusions pourraient s'avérer éclairantes pour les conseils d'administration de sociétés canadiennes aux prises avec un tel problème.

Points saillants à retenir

- Au Canada, il est possible qu'un tribunal en vienne à confirmer le droit d'une société cible de recouvrer, sur le fondement d'une disposition *Con Ed*, la prime dont ont été privés les actionnaires. Notons qu'une telle disposition prévoit simplement que la responsabilité de l'acheteur advenant le non-respect de la convention d'achat pourrait inclure le paiement de la prime qui n'a pas été versée.
- Toutefois, l'affaire *Crispo* semble indiquer qu'une société cible voulant tenir un acheteur responsable des dommages subis en lien avec la perte d'une prime devrait conférer par contrat à ses actionnaires des droits de tiers explicites leur permettant de demander le versement de la prime à l'acheteur défaillant, droits qui seraient alors prévus dans la convention d'achat.
- Le fait de conférer des droits de tiers aux actionnaires afin de compenser les dommages subis en lien avec la perte de la prime comporte néanmoins des risques, la société cible étant susceptible de perdre le contrôle du litige. En en conservant au contraire le contrôle par l'établissement d'une relation de mandataire ou de fiduciaire avec ses actionnaires, la société cible pourrait être en mesure d'intenter une action et de disposer en bonne et due forme du produit qui en serait tiré.
- Dans le contexte des conventions de fusions et d'acquisitions de sociétés ouvertes canadiennes, compte tenu de la résistance aux dispositions *Con Ed* sur le marché, on gagnerait plutôt à envisager la stipulation d'une indemnité de résiliation incombant à l'acheteur. Cette solution ne réglerait pas le problème d'« échappatoire », mais contribuerait à tout le moins à y attribuer une valeur appropriée.

Crispo c. Musk

Mise en contexte

L'affaire *Crispo* se déroulait parallèlement à la saga de la fusion entre Twitter et Elon Musk, dans le cadre de laquelle les sociétés de portefeuille de M. Musk avaient convenu d'acquérir Twitter, Inc., puis ont refusé de mener l'opération à terme. Lors des procédures intentées par Luigi Crispo, actionnaire de Twitter, qui demandait l'exécution en nature ou le versement de dommages-intérêts, la Cour a déterminé que M. Crispo n'avait pas qualité pour agir afin de formuler une telle demande, mais a cependant laissé entrevoir la possibilité qu'une poursuite en dommages-intérêts en lien avec la perte de la prime demeurait envisageable pour le demandeur si la disposition prévue à cet effet qui figurait dans la convention de fusion (tel qu'il est décrit ci-après) était invoquée. La Cour a autorisé la tenue de séances supplémentaires sur la question de la prime non versée, et l'action en dommages-intérêts de M. Crispo est demeurée en suspens. Par la suite, M. Musk a accepté de clore la fusion, rendant du même coup l'action de M. Crispo théorique. M. Crispo a ensuite déposé une requête d'indemnisation pour action devenue théorique (*mootness petition*) dans laquelle il a fait valoir que la poursuite qu'il avait intentée en sa qualité d'actionnaire afin de récupérer la prime perdue avait poussé M. Musk à finalement conclure l'opération. Lorsqu'il présente une telle requête, le demandeur doit démontrer que celle-ci était « fondée au moment où elle a été déposée » [traduction]. Dans l'affaire *Crispo*, la Cour de la chancellerie devait déterminer si M. Crispo, qui n'était pas partie à la convention de fusion, pouvait valablement exercer une action en dommages-intérêts en lien avec la perte de la prime.

Une disposition relative à la perte d'une prime ne peut être mise en application par une société cible en vertu de la législation du Delaware

La convention de fusion conclue entre M. Musk et Twitter comprenait une formulation relativement habituelle d'une disposition *Con Ed* indiquant que si la convention était résiliée en raison d'une faute intentionnelle de l'acheteur, les dommages intérêts dus à la société cible « comprendraient les avantages des opérations prévues par la présente Convention dont les actionnaires de la Société seraient privés… (en tenant compte de toutes les questions pertinentes, y compris la perte de la prime pour les actionnaires, les autres possibilités de regroupement et la valeur temporelle de l'argent) » [traduction].

En dépit du libellé clair autorisant la société cible à recevoir des dommages-intérêts en raison de la perte d'une prime, la Cour a conclu que Twitter ne pouvait s'attendre à recevoir la contrepartie offerte dans le cadre de la fusion ni ne pouvait faire valoir un droit sur celle-ci. La convention de fusion prévoyait en effet que la contrepartie liée à l'opération serait versée à la clôture directement aux actionnaires de Twitter (« aucune action ni aucune somme d'argent n'est versée à la société cible ni ne fait l'objet d'un transfert par l'intermédiaire de la

société cible » [traduction]). Toujours selon la Cour, lorsqu'une société cible n'a aucun droit sur la prime payable à la réalisation de l'opération, « elle n'a pas non plus droit à des dommages intérêts compensant la perte de la prime dans le cas où l'opération avorterait » [traduction]. Par conséquent, l'exécution d'une disposition relative à la perte éventuelle d'une prime qui inclut dans les dommages-intérêts à verser par l'acheteur la compensation de cette prime ne peut être demandée par la société cible. La Cour a toutefois noté qu'une telle disposition serait exécutoire si l'intention des parties était de conférer un statut de tiers bénéficiaire aux actionnaires afin de leur permettre de demander une compensation en cas de non-versement de la prime.

Une disposition relative à la perte d'une prime peut (ou non) conférer des droits de tiers aux actionnaires

La convention de fusion de Twitter excluait expressément l'octroi de droits de tiers en faveur des actionnaires, sauf dans des circonstances restreintes qui ne sont pas pertinentes aux fins de l'analyse. Pour la Cour, cette exclusion laissait supposer que les parties n'avaient pas l'intention de conférer des droits de tiers bénéficiaires aux actionnaires leur permettant de récupérer la prime non versée. Cependant, la Cour a également précisé qu'il était possible de formuler une autre « interprétation objectivement raisonnable » [traduction] de la convention, car, en faisant expressément référence, par contrat, aux dommages-intérêts liés à la perte d'une prime, les parties pouvaient avoir l'intention de conférer des droits connexes de tiers bénéficiaires aux actionnaires. Par contre, même si tel était le cas, aux termes de la convention de fusion, le droit d'action en dommages-intérêts pour la perte d'une prime ne pouvait se cristalliser (*be vested*) tant que Twitter conservait son droit de demander l'exécution en nature.

Au bout du compte, la Cour n'a pas eu à choisir laquelle de ces deux interprétations était la bonne, car la question dont elle était saisie consistait uniquement à déterminer si la réclamation de M. Crispo en lien avec la perte de la prime était fondée au moment de son dépôt. M. Crispo « n'avait pas qualité de tiers bénéficiaire » [traduction] ou « ses droits de tiers bénéficiaire n'étaient pas encore acquis » [traduction]; dans tous les cas, sa réclamation n'était pas fondée.

La législation canadienne

L'affaire *Cineplex* fait toujours jurisprudence au Canada. Lorsque Cineworld Group plc a indûment résilié la convention visant à acquérir Cineplex Inc., Cineplex a réclamé des dommages intérêts compensatoires d'un montant correspondant à la valeur de la prime qui aurait été versée à ses actionnaires si l'opération avait été conclue. La Cour a rejeté l'action en se fondant sur le principe de l'expectative légitime : « en réalité, les pertes que Cineplex cherche à compenser sont celles des actionnaires, pas les siennes » [traduction]. La convention d'arrangement qui liait les parties ne contenait aucune disposition semblable à la disposition relative à la perte d'une prime, dont l'objectif est de prévoir le versement de dommages-intérêts correspondant à la valeur de la perte subie par les actionnaires, ni à toute autre forme de disposition *Con Ed*.

La Cour a également examiné la question de savoir si les actionnaires de Cineplex s'étaient vu conférer le statut de tiers bénéficiaires aux termes de la convention d'arrangement. La convention d'arrangement renfermait une disposition relative aux tiers bénéficiaires semblable à celle dont il est question dans l'affaire *Crispo*, et cette disposition ne reconnaissait pas les actionnaires de Cineplex à titre de tiers bénéficiaires à d'autres fins que la remise de la contrepartie payable à la clôture de l'opération. Selon son interprétation littérale de cette disposition, la Cour a statué que les parties contractantes n'avaient pas l'intention de conférer aux actionnaires de Cineplex des droits de tiers qui leur permettraient d'obtenir le versement de la prime non reçue.

La compensation de la perte de synergies prévues pourrait-elle remplacer la compensation de la prime ne pouvant être obtenue?

Bien que la Cour n'ait pas accordé de dommages-intérêts en compensation de la perte de la prime dans l'affaire *Cineplex*, elle a déterminé que Cineplex avait le droit d'obtenir des dommages-intérêts compensant la perte des synergies que Cineworld projetait de réaliser avec celle-ci à la suite de l'acquisition. La Cour a conclu que, contrairement aux attentes relatives à la prime dont elle avait été privée, Cineplex était en droit de s'attendre à la réalisation de ces synergies et pouvait donc les invoquer comme fondement de son action en dommages intérêts compensatoires. La Cour a attribué à Cineplex une somme de 1,2366 milliard de dollars en dommages-intérêts compensant les synergies non réalisées, montant qui a été établi d'après la valeur actuelle des synergies annuelles projetées de Cineworld et qui se rapprochait de façon notable du montant demandé par Cineplex dans sa réclamation en lien avec la prime non reçue. Cette décision semblait destinée à être portée en appel; toutefois, Cineworld a par la suite entamé des procédures aux termes du

chapitre 11, ce qui a mis fin au litige et a empêché l'octroi de dommages-intérêts à Cineplex. La question de savoir si une société cible qui se fait tourner le dos pourrait obtenir facilement des dommages intérêts en compensation de synergies non réalisées reste donc entière.

Points à retenir relativement aux dispositions *Con Ed* dans le contexte des conventions de fusions et d'acquisitions de sociétés ouvertes canadiennes

1. Un tribunal de l'Ontario pourrait faire droit à une action contractuelle en dommages-intérêts pour la perte d'une prime (une disposition *Con Ed*)

La décision rendue dans l'affaire *Cineplex* tend à indiquer la possibilité pour une société cible de prévoir, aux termes d'un contrat, le droit à des dommages-intérêts en cas de préjudice subi en lien avec la perte d'une prime : « Aucune disposition de la convention n'autorisait Cineplex, *à titre de partie contractante*, à recouvrer la perte de la contrepartie qui ne serait pas versée aux actionnaires si l'opération n'était pas réalisée. » [traduction] Cette affirmation suggère qu'un tribunal de l'Ontario pourrait adopter un point de vue différent que celui ayant orienté la décision rendue dans l'affaire *Crispo* et décider de rendre exécutoire une disposition autorisant une société cible à obtenir des dommages-intérêts qui viendraient compenser l'impossibilité pour ses actionnaires de recevoir une prime. Cependant, compte tenu du fait que le fondement de l'affaire *Cineplex* et de l'affaire *Crispo* était lié dans les deux cas au principe selon lequel une société cible ne peut réclamer des dommages-intérêts pour la perte d'une contrepartie qu'elle n'a jamais été en droit de recevoir dans le cadre de l'opération, un tribunal canadien pourrait tout autant déterminer que la disposition relative à la perte d'une prime ne peut être mise en application par une société cible si les actionnaires de cette dernière ne disposent d'aucun droit de tiers.

2. Une société cible pourrait envisager sa nomination à titre de mandataire ou de fiduciaire des actionnaires dans le but de faire valoir leurs droits

Dans l'affaire *Cineplex*, la Cour a indiqué que la société cible avait été nommée mandataire de ses actionnaires afin de veiller au respect de leur droit à la contrepartie payable à la clôture de l'opération. Cependant, « le rôle de *mandataire* [de Cineplex] n'englobait pas l'exécution de leurs droits contre Cineworld si celle-ci ne menait pas l'opération à terme » [traduction]. Pour la Cour, la différence était importante : « Si les parties avaient voulu nommer Cineplex en tant que mandataire des actionnaires afin de faire respecter leurs droits advenant l'échec de la clôture de l'opération causé par Cineword, il leur aurait été possible de le faire. » En revanche, dans l'affaire *Crispo*, la Cour a suggéré que les raisons pouvant justifier un tel arrangement sont « boiteuses » [traduction], car « aucun fondement en droit ne permet à une partie contractante de se nommer elle-même, de façon unilatérale et irrévocable, à titre de mandataire d'un tiers afin d'exercer une emprise sur les droits de celui-ci » [traduction]. Au Canada, il pourrait être possible de contourner les enjeux susceptibles d'être soulevés par la relation de mandant à mandataire en désignant officiellement la société cible mandataire des actionnaires par voie d'ordonnance provisoire approuvée par le tribunal (si la structure de l'opération est celle d'un arrangement) ou en établissant une relation fiduciaire entre la société cible (à titre de fiduciaire) et ses actionnaires (à titre de bénéficiaires).

Quelle que soit la façon dont une société cible obtient le contrôle d'un litige ayant pour motif la perte d'une prime, certaines caractéristiques de la relation liant la société cible et ses actionnaires devraient figurer dans la convention. La société cible devrait-elle exercer un pouvoir discrétionnaire sur la décision d'aller de l'avant avec des procédures judiciaires fondées sur le motif en question? Devrait-elle également exercer un tel pouvoir pour déterminer si le produit issu d'un règlement ou de la résolution d'un litige devrait lui revenir ou être plutôt distribué à ses actionnaires? Dans le cas où le produit serait versé aux actionnaires, le droit qui s'y rattache devrait-il être corrélé aux actions ou fixé à l'avance? Il est essentiel de régler ces questions dans la convention et de veiller à la communication adéquate de l'information concernant le fondé de pouvoir pour protéger la société cible contre les réclamations éventuelles de ses actionnaires pouvant faire suite à l'exercice de son pouvoir discrétionnaire. On trouve des exemples de ces arrangements dans certaines conventions d'acquisition de sociétés ouvertes canadiennes et américaines.

3. Examiner d'autres recours exerçables contre un acheteur, tels qu'une indemnité de résiliation dont le paiement lui incomberait, si la possibilité d'un versement de dommages intérêts *Con Ed* se heurte à une résistance

Les dispositions *Con Ed* font souvent l'objet d'une résistance de la part des acheteurs lors de fusions et d'acquisitions de sociétés ouvertes canadiennes et sont, par conséquent, rarement envisagées au Canada (il semblerait que seulement 2 % de l'ensemble des opérations visant des sociétés ouvertes font mention d'une telle disposition, selon une étude récente de l'American Bar Association

portant sur des opérations réalisées au Canada [accessible aux membres de l'ABA ici, en anglais seulement]). En l'absence d'une disposition *Con Ed* et lorsqu'il n'est pas possible de demander l'exécution en nature, le versement d'une indemnité de résiliation d'un montant négocié suffisant incombant à l'acheteur pourrait se révéler approprié. L'estimation d'une telle indemnité de résiliation doit cependant être faite adéquatement dans le respect des principes relatifs aux dommages-intérêts compensatoires de façon à réduire le risque qu'elle soit jugée constituer une action en dommages-intérêts punitifs inexécutoire et, par le fait même, rejetée. Le fait de lier l'indemnité de résiliation au coût de renonciation ou à une autre mesure semblable pourrait constituer un fondement raisonnable étayant le montant fixé. S'il est vrai qu'une telle indemnité incombant à l'acheteur pourrait réduire la convention à un simple choix revenant à la société cible, il demeure que l'affaire *Cineplex* semble indiquer qu'il est peu probable qu'un tribunal canadien accorderait une somme visant à dédommager la perte d'une prime en l'absence d'une disposition *Con Ed* bien formulée. En d'autres mots, une indemnité de résiliation peut être mieux que rien.

Personnes-ressources : Patricia L. Olasker, Aaron J. Atkinson, Jeffrey Nadler et Sébastien Roy

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.