



# Bilan 2023 en fusions et acquisitions

## Aperçu

Bien que l'année 2023 ait été marquée par une baisse du nombre total d'opérations en fusions et acquisitions, Fasken a su demeurer en tête des tableaux de classement.

Nous avons partagé nos observations sur les principaux développements en matière de droit des fusions et acquisitions et de pratiques du marché dans ce domaine au cours de la dernière année, notamment dans *The M&A Lawyer* et dans le bulletin trimestriel de l'American Bar Association sur les points clés relatifs aux opérations de fusions et acquisitions (*ABA M&A Committee's Deal Points Newsletter*).

De nombreux développements notables ont eu lieu en 2023, notamment :

- L'utilisation accrue de clauses d'indexation sur les bénéfices futurs fait ressortir la nécessité de rédiger avec prévoyance et précision : les engagements particuliers déployés par chaque acheteur peuvent avoir des conséquences fort différentes.
- Lorsqu'un fonds de capital-investissement est l'acheteur et qu'il négocie une clause de non-concurrence avec le vendeur, quel est le niveau de protection approprié? La clause de non-concurrence peut-elle s'étendre aux sociétés de portefeuille auxquelles l'acheteur est lié?
- Les clauses « *Great Hill* » s'appliqueront-elles dans le cadre des fusions et acquisitions canadiennes maintenant que les tribunaux de l'Ontario ont emboîté le pas de l'Alberta en manifestant leur approbation? Et quelles directives restent à venir?
- Plusieurs tribunaux ont porté une attention accrue aux conflits d'intérêts et aux administrateurs désignés dans le domaine des fusions et acquisitions. L'adoption d'une « dispense pour occasions d'affaires » pourrait être la solution.
- Notre examen de plus de 70 circulaires de sollicitation de procurations récentes révèle que les enjeux ESG sont de plus en plus pris en compte dans les décisions relatives aux fusions et acquisitions visant des sociétés ouvertes. S'agit-il d'une tendance minoritaire ou d'un signe annonciateur de tendances à venir?

Pour faciliter la conclusion d'opérations de fusions et acquisitions pour l'année à venir, nous avons regroupé nos réflexions dans cette revue de l'année. Nous vous invitons à consulter également nos guides intitulés **L'acquisition d'une société ouverte canadienne**, **Fusions et acquisitions de sociétés fermées au Canada** et **Private M&A in Canada: Transactions & Litigation (LexisNexis, 2024)**.

**FASKEN**  
Traçons l'avenir



Cabinet d'avocats de l'année  
en droit des sociétés

## Table des matières

|   |    |
|---|----|
| Aperçu  | 1  |
| Modalités clés des opérations de F&A  | 2  |
| Obligations des administrateurs en F&A  | 6  |
| Études ponctuelles – Le point sur le marché                                   | 8  |
| Personnes-ressources de Fasken  | 10 |
| Autres guides de Fasken dans les domaines des marchés des capitaux et des F&A | 11 |
| Prix et classements de Fasken   | 12 |
| Témoignages de clients  | 13 |

## Modalités clés des opérations de F&A

### Les clauses d'indexation sur les bénéfices futurs dans les fusions et acquisitions transfrontalières : choisir judicieusement

La tendance est aux clauses d'indexation sur les bénéfices futurs : les avocats spécialisés en matière de transactions le savent bien, l'incertitude économique et les écarts d'évaluation de ces dernières années ont fait augmenter le recours aux clauses d'indexation sur les bénéfices futurs dans le cadre des fusions et acquisitions. Toutefois, comme l'indiquent les litiges en matière de fusions et acquisitions au Delaware, les clauses d'indexation sur les bénéfices futurs peuvent transformer [traduction] « le désaccord d'aujourd'hui sur le prix en litige de demain sur le résultat ». Il est donc essentiel de rédiger soigneusement ce type de clause et de tenir compte des leçons tirées de la jurisprudence de plus en plus abondante en la matière.

Dans notre article paru dans *The M&A Lawyer*, nous soulignons ce que les négociateurs doivent absolument savoir afin d'éviter que leurs prochaines clauses d'indexation sur les bénéfices futurs ne se retrouvent dans la jurisprudence en la matière. Nous nous concentrons particulièrement sur les engagements habituellement intégrés dans les obligations d'indexation sur les bénéfices futurs. Quel niveau d'engagement l'acheteur doit-il respecter dans la poursuite des cibles associées à l'indexation sur les bénéfices futurs après la clôture? Voilà une question importante dont les conséquences sont amplifiées plus la période d'indexation sur les bénéfices futurs après la clôture est longue.

Ce qu'il faut retenir en pratique? Choisissez judicieusement et avec discernement. Les tribunaux ont rendu des décisions qui varient quant aux efforts à déployer, y compris dans le contexte de litiges en fusions et acquisitions.

### Clauses de non-concurrence dans le cadre de F&A : mises en garde émises par les tribunaux du Canada et du Delaware

Les clauses de non-concurrence utilisées dans le contexte des opérations de fusions et acquisitions assurent une protection contre le vendeur dont les activités sont en concurrence avec celles de l'entreprise que l'acheteur vient d'acquérir. Cela dit, existe-t-il un degré de *protection qui soit trop élevé*, c.-à-d., au point où un tribunal pourrait déclarer la clause inapplicable?

De nombreuses questions concernant la rédaction et le caractère exécutoire des clauses de non-concurrence peuvent se poser dans le contexte des fusions et acquisitions. En voici quelques exemples :

- Une société de capital-investissement acquéreuse peut-elle, en plus d'empêcher le vendeur de faire concurrence à la société cible, aussi l'empêcher d'entrer en concurrence avec ses autres sociétés de portefeuille?
- Un acheteur stratégique peut-il, en plus d'empêcher le vendeur de faire concurrence à la société cible, aussi l'empêcher de concurrencer ses activités plus vastes ou ses plans d'expansion à venir?

Des décisions récentes rendues au Delaware et au Canada mettent en garde les acheteurs et les vendeurs qui participent à des fusions et acquisitions concernant ces points et d'autres sujets similaires. Nous passons en revue les décisions et la jurisprudence canadienne connexe, et nous présentons des points pratiques pour les acheteurs au Canada, qu'ils soient des sociétés de capital-investissement ou des sociétés stratégiques.

Bien que l'objet et la profondeur de la jurisprudence varient d'une province à l'autre, un bémol général est que même si l'activité subséquente constitue clairement une violation d'une clause de non-concurrence limitée à la portée commerciale et géographique des activités de la société cible, si la clause a une plus grande portée, les tribunaux pourraient radier l'ensemble de la clause pour motif qu'elle a une portée excessive.



Engagements à exercer ses activités selon le cours normal des affaires dans le contexte des F&A – Dans quelles situations le respect de la législation sera-t-il implicite?

Il est difficile d'exagérer l'importance des décisions de la Cour de chancellerie et de la Cour suprême du Delaware dans l'affaire *AB Stable VIII LLC v MAPS Hotels*. En bref, ces décisions constituent l'examen le plus poussé jamais réalisé de l'interprétation et de l'application des engagements à exercer ses activités selon le « cours normal des affaires » dans le contexte des fusions et acquisitions.

Cela dit, l'affaire *AB Stable* a laissé une question importante sans réponse : dans quelle situation une obligation de se conformer à une loi ou à un règlement du gouvernement pourrait-elle être interprétée comme un engagement à exercer ses activités selon le cours normal des affaires alors qu'il n'en est pas question dans la clause?

Dans *The M&A Lawyer*, nous présentons la nouvelle jurisprudence traitant de ce sujet, tant à la lumière des questions posées (mais laissées sans réponse) dans *AB Stable* qu'en comparaison avec la jurisprudence canadienne pertinente en matière de fusions et acquisitions. Nous présentons également cinq considérations pratiques clés pour les avocats en fusions et acquisitions qui découlent de ces décisions.

Parmi ces considérations, mentionnons que même si un qualificatif de conformité à la loi précise que le cours normal des affaires inclut le respect des lois en évolution, cela ne signifie pas que toute incertitude potentielle est levée. Par exemple, il existe une distinction entre les directives obligatoires et les recommandations ou lignes directrices du gouvernement. Un autre exemple est la distinction faite par certains tribunaux entre les *actions requises par la loi* et les décisions commerciales *découlant de l'évolution du droit*.

Une analyse différente du changement défavorable important s'applique-t-elle dans le cas d'un acheteur « financier »?

Les acheteurs « financiers » comptent parmi les participants les plus actifs dans le domaine des fusions et acquisitions. Or, les allégations de changements défavorables importants figurent parmi les litiges les plus complexes dans ce domaine.

Que se passe-t-il lorsque les deux sont en jeu? De nombreuses décisions du Delaware laissent entendre qu'une analyse différente du changement défavorable important pourrait s'appliquer lorsque l'opération comporte un acheteur « financier » (par opposition à un acheteur « stratégique »). De plus, la jurisprudence canadienne peu volumineuse abonde dans le même sens à cet égard. Étant donné que le Canada est la destination la plus fréquente pour les fusions et acquisitions américaines à l'étranger en fonction du volume des opérations, nous avons examiné cette question dans *The M&A Lawyer*, le tout à l'intention d'avocats spécialisés dans les fusions et acquisitions des deux côtés de la frontière.

Dans l'ensemble, plusieurs tribunaux ont indiqué – bien qu'aucun de façon définitive – que la *durée requise* du changement défavorable subi par la société cible nécessaire pour déclencher l'application d'une clause de changement défavorable important peut être plus *brève* lorsque l'acheteur est un acheteur « financier » dont l'horizon de placement est à plus court terme. Autrement dit, ces tribunaux ont reconnu le fait que les acheteurs « stratégiques » et les acheteurs « financiers » peuvent avoir des motivations et des intentions différentes en matière d'acquisition et ont indiqué que ces différences peuvent en partie orienter leur analyse relative au changement défavorable important.



## **Droits d'évaluation dans les opérations de F&A de sociétés transfrontalières : le Canada n'est pas tout à fait le Delaware**

Dans quelle mesure les droits d'évaluation pouvant être exercés dans les opérations transfrontalières de fusions et acquisitions de sociétés ouvertes au Canada sont-ils comparables à ceux prévus par la législation du Delaware?

L'édition 2023 de l'étude de l'American Bar Association sur les opérations de fusions et acquisitions visant des sociétés ouvertes canadiennes (*ABA Canadian Public Target M&A Deal Point Points Study*) de même qu'une décision d'un tribunal canadien rendue en août 2023 offrent des points de comparaison pertinents et représentatifs sur deux questions clés en matière de transactions. Premièrement, alors que les conditions de clôture relatives aux droits d'évaluation sont rares dans les opérations de fusions et acquisitions de sociétés ouvertes aux États-Unis, elles sont presque omniprésentes dans ces opérations au Canada. Cette particularité soulève plusieurs considérations stratégiques pour un acheteur américain qui s'intéresse à une société canadienne cotée en bourse. Deuxièmement, si les tribunaux du Delaware et du Canada tendent à privilégier le prix de la transaction par rapport à d'autres méthodes d'évaluation pour déterminer la juste valeur dans les procédures d'évaluation, la « seule véritable règle » au Canada est que le tribunal doit tenir compte de tous les facteurs pertinents. Cette méthode met en évidence l'importance du processus de vente pour déterminer la considération accordée par le tribunal au prix de la transaction. Elle souligne également que les administrateurs de la société cible au Canada n'ont pas exactement les mêmes obligations que ceux assujettis à la législation du Delaware lorsqu'ils supervisent la vente de la société.

Dans notre article paru dans *The M&A Lawyer*, nous soulignons que, dans l'ensemble, les conseillers juridiques américains trouveront les droits d'évaluation dans les fusions et acquisitions transfrontalières au Canada visant des sociétés ouvertes tantôt familiers, tantôt étrangers.

## **Clauses « Great Hill » dans les F&A transfrontalières : le Canada suit le Delaware (encore une fois), mais jusqu'où?**

En vertu des lois du Delaware, le vendeur lors d'une opération de fusion et acquisition peut inclure une clause « *Great Hill* », c'est-à-dire une clause selon laquelle le vendeur conserve le contrôle sur les communications privilégiées qui ont eu lieu entre l'avocat et la société cible avant la clôture. Plus particulièrement, l'objectif est d'empêcher l'acheteur d'avoir accès à ces communications privilégiées de la société cible si l'acheteur fait des réclamations auprès du vendeur après la clôture.

Mais les clauses « *Great Hill* », qui tirent leur nom d'une décision rendue en 2013 par la Cour de chancellerie du Delaware, sont-elles valides dans les fusions et acquisitions régies par les lois canadiennes? Selon les premières indications, la réponse est « Oui ». Une décision ontarienne de juin 2023 abonde d'ailleurs dans ce sens. En effet, la province la plus peuplée du Canada est maintenant la deuxième province du pays à appuyer les clauses « *Great Hill* » après l'Alberta, qui l'a fait il y a dix ans.

Dans l'infolettre du comité des fusions et acquisitions de l'American Bar Association (*ABA M&A Committee's Deal Points Newsletter*), nous explorons les clauses « *Great Hill* », les sous-clauses qui les composent et leur traitement judiciaire récent (ainsi que les questions qui subsistent). Bien que les décisions *NEP Canada* (Alberta) et *Dente* (Ontario) soutiennent clairement la notion des clauses « *Great Hill* », les deux le font de façon sommaire. Beaucoup de questions demeurent concernant la mesure dans laquelle le Canada emboîtera le pas au Delaware à ce sujet, même dans ces deux provinces.

Première mise en garde: même si les décisions *NEP Canada* et *Dente* traitent des clauses « *Great Hill* » dans le contexte des acquisitions d'actions, nous n'avons pas encore vu de discussions semblables au Canada concernant les acquisitions d'actifs. Deuxième mise en garde: les tribunaux du Delaware ont eu du mal à trancher la question à savoir si un vendeur pouvait conserver un privilège contractuellement pour ensuite y renoncer par inadvertance en raison d'une conduite subséquente.



▼ **Domages-intérêts de 1,24 G\$ CA accordés à Cineplex – Les pratiques du marché canadien des F&A de sociétés ouvertes devraient-elles s’inspirer de ce qui se fait aux États-Unis?**

La décision d’accorder 1,24 milliard de dollars canadiens en dommages-intérêts dans l’affaire *Cineplex* en décembre 2021 a fait grand bruit. Il est rare que des différends canadiens en matière de fusions et acquisitions donnent lieu à des dommages-intérêts de cette ampleur. De plus, la nature des dommages-intérêts et leur calcul étaient pour le moins inhabituels.

Dans notre article paru dans *The M&A Lawyer*, nous réexaminons l’affaire *Cineplex* pour tirer des leçons pratiques de l’analyse des dommages-intérêts à appliquer au contexte canadien des fusions et acquisitions de sociétés ouvertes. Nous scrutons d’abord l’analyse des « synergies perdues » appliquée par le tribunal. Nous abordons ensuite la question de savoir si les parties à une opération de fusion et acquisition peuvent rédiger des clauses pour éviter la possibilité d’une analyse fondée sur les « synergies perdues » et favoriser le recours à une autre approche, soit le calcul de la perte de la prime des actionnaires.

Dans les circonstances où la réponse est « oui », nous nous demandons si le marché canadien devrait s’inspirer des États-Unis en ce qui concerne la rédaction de clauses portant sur les recours de la société cible dans les fusions et acquisitions de sociétés ouvertes. Cette question a plusieurs ramifications importantes, y compris le volume en jeu. Par exemple, même si l’analyse des « synergies perdues » de *Cineplex* a mené à l’octroi d’une somme très importante, soit 1,24 milliard de dollars canadiens, cela ne signifie pas qu’une analyse différente aurait mené à des dommages-intérêts moins élevés. En fait, l’expert de la société cible a calculé que la réclamation de la société cible pour la perte de la prime des actionnaires s’établissait à 1,32 milliard de dollars canadiens, soit 80 millions de dollars canadiens *de plus* (et le tribunal n’a pas contesté ce calcul).

**Attention : le droit canadien diffère de celui du Delaware sur les clauses de changement défavorable important et sur les engagements à exercer ses activités selon le cours normal des affaires**

Deux décisions marquantes canadiennes en matière de fusions et acquisitions, les décisions *Fairstone* et *Cineplex*, rendues dans le contexte de la pandémie de COVID-19, ont fait couler beaucoup d’encre dans les dernières années, notamment en ce qui a trait aux opérations de fusions et acquisitions transfrontalières. Malheureusement, une grande partie de l’analyse de ces décisions par certains commentateurs juridiques canadiens est considérablement minée par une compréhension incorrecte ou incomplète du droit du Delaware.

Dans notre article paru dans l’**infolettre du comité des fusions et acquisitions de l’American Bar Association** (*ABA M&A Committee’s Deal Points Newsletter*), nous mettons les choses au clair et présentons les principaux aspects pour lesquels les décisions *Fairstone* et *Cineplex* s’éloignent de la jurisprudence du Delaware en ce qui concerne les clauses de changement défavorable important et les engagements à exercer ses activités selon le « cours normal des affaires ». Même si, à première vue, les décisions *Fairstone* et *Cineplex* semblent concorder avec la jurisprudence du Delaware sur la plupart des points clés, un examen plus approfondi révèle plusieurs différences importantes dont il faut tenir compte lors de la négociation d’une entente de fusion et acquisition ou si un différend survient pendant la période intermédiaire, lors de la clôture ou après la clôture.

Ce qu’il faut retenir pour les fusions et acquisitions canadiennes et transfrontalières? Dans les décisions *Fairstone* et *Cineplex*, le tribunal indique lorsqu’il se fonde sur le droit du Delaware, mais se tait lorsque ce n’est pas le cas. En ce qui concerne les clauses de changement défavorable important, dans la décision *Fairstone*, le risque donnant lieu à un tel changement continue de devoir être de nature inconnue alors que le Delaware a résolument changé d’idée sur ce point. En ce qui concerne les engagements à exercer ses

activités selon le « cours normal des affaires », dans la décision *Fairstone*, il a été déterminé qu’un qualificatif de [traduction] « consentement qui ne doit pas être refusé sans motif valable » peut donner lieu à un consentement réputé de l’acheteur même si le vendeur n’a pas consulté l’acheteur.



## ▮ Obligations des administrateurs en F&A

### Administrateurs désignés en matière de F&A au Canada : signes avant-coureurs au Delaware

Les administrateurs désignés jouent un rôle central dans le paysage du capital-investissement, du capital-risque et des fonds spéculatifs : lorsqu'un investisseur acquiert un pourcentage important d'une société, il souhaite généralement être représenté au conseil d'administration de cette dernière. Cela n'a rien d'intrinsèquement problématique, comme l'ont confirmé les tribunaux au Canada et ailleurs.

Cependant, les mandats d'administrateur désigné s'accompagnent également d'un risque de conflits d'intérêts, notamment dans le contexte des fusions et acquisitions. Plus précisément, il y a un risque que la loyauté de l'administrateur désigné soit (ou semble) divisée entre, d'une part, la société au conseil de laquelle il siège et, d'autre part, l'actionnaire qui l'a désigné.

Une récente série de décisions de tribunaux du Delaware portant sur les fusions et acquisitions met en lumière cette tension et rappelle les obligations et les responsabilités potentielles des administrateurs désignés. Ces décisions fournissent également des indications pratiques sur la façon d'atténuer les risques auxquels sont exposés les administrateurs désignés lors d'opérations de fusions et acquisitions. Enfin, elles montrent que le Canada n'est pas le Delaware et que les investisseurs américains doivent être conscients que les règles du jeu sont différentes en ce qui concerne les obligations fiduciaires au nord de la frontière.

Que faut-il retenir absolument? Les tribunaux peuvent être de plus en plus enclins à examiner de très près les administrateurs désignés, le portrait d'ensemble de leur relation avec l'actionnaire qui les a désignés et les modèles d'entreprise (et les tactiques habituelles) de ce dernier, y compris dans le contexte de fusions et d'acquisitions.

### Fusions et acquisitions : facteurs ESG et obligations fiduciaires

Quel rôle les considérations environnementales, sociales et de gouvernance en entreprise (les « facteurs ESG ») ont-elles joué dans les négociations de fusions et acquisitions et dans les prises de décisions des administrateurs?

Les dernières années ont été marquées par de nombreux débats concernant l'interaction entre les facteurs ESG et les obligations fiduciaires des administrateurs de manière plus générale. Les questions liées aux facteurs ESG dans les fusions et acquisitions, telles que la vérification diligente effectuée sur ces facteurs, leur rôle dans l'évaluation de la société cible et leur intégration après la clôture de la transaction, ont notamment fait l'objet d'un examen approfondi. En comparaison, la *question plus précise* de l'interaction entre les considérations ESG et les obligations fiduciaires des administrateurs dans le contexte des fusions et acquisitions a fait l'objet d'une analyse moins poussée.

Nous avons approfondi cette question dans *The M&A Lawyer*, notamment en réexaminant deux importantes opérations transfrontalières de fusions et acquisitions conclues entre des sociétés canadiennes et américaines au cours des dernières années. Voici nos constatations :

- L'importance accordée aux facteurs ESG soulève une question potentiellement complexe pour les sociétés fiduciaires à l'avenir : les questions liées aux facteurs ESG doivent-elles être prises en compte afin de déterminer ce qui constitue une « proposition supérieure » aux fins du « retrait fiduciaire » d'une société cible et, le cas échéant, dans quelle mesure?
- L'analyse de la « proposition supérieure » et du « retrait fiduciaire » peut varier en fonction du droit applicable à la transaction (c.-à-d. le droit applicable au Delaware ou au Canada).

Il n'existe pas de réponses définitives à ces questions. Toutefois, nous estimons qu'il est important de les soulever, comme nous prévoyons que l'enjeu global deviendra de plus en plus pertinent à mesure que les facteurs ESG continueront de recevoir beaucoup d'attention. Autrement dit, nous ne serions pas surpris de constater que les administrateurs et leurs conseillers juridiques doivent plus régulièrement tenir compte de l'interaction entre les considérations liées aux facteurs ESG et les obligations fiduciaires dans le contexte des fusions et acquisitions, y compris des nuances en ce qui concerne le droit applicable et le contexte politique ou réglementaire.

▼ **Le modèle de dispense pour occasions d'affaires du Delaware est introduit au Canada : possibilités d'atténuation des risques pour les sociétés de capital-investissement acquéreuses**

Il n'est pas inhabituel que les tribunaux canadiens s'inspirent de la jurisprudence du Delaware, plus particulièrement dans le cadre de litiges relatifs aux fusions et acquisitions. Il est toutefois beaucoup plus rare que les législateurs canadiens s'inspirent littéralement de la législation de cet État. Or, c'est ce que l'Alberta a fait récemment en adoptant *presque mot pour mot* le modèle de dispense pour occasions d'affaires du Delaware dans le cadre de modifications apportées à la loi sur les sociétés par actions de l'Alberta, la *Business Corporations Act* (ABCA).

Dans notre article paru dans *The M&A Lawyer*, nous abordons les conséquences pratiques de ce changement important en matière de gouvernance pour les investisseurs au Canada, y compris dans le domaine du capital-investissement. Les points à retenir sont nombreux. Premièrement, l'adoption par l'Alberta du modèle de dispense pour occasions d'affaires du Delaware représente un autre aspect de l'ABCA créant progressivement des conditions favorables au capital-investissement. Deuxièmement, les possibilités d'atténuation des risques offertes par le modèle de dispense pour occasions d'affaires de l'Alberta (ainsi que par ces autres aspects favorables) aux investisseurs au *Canada* ne se limitent pas nécessairement aux investissements en *Alberta* (c.-à-d. que des sociétés de portefeuille exerçant des activités ailleurs au pays peuvent aussi s'en prévaloir). Troisièmement, même si le libellé associé au modèle de l'Alberta est essentiellement identique à celui du Delaware, il ne faut pas s'attendre à ce qu'il soit interprété et appliqué de la même façon qu'au Delaware.

Dans l'ensemble, en ce qui a trait à la gouvernance d'entreprise et aux possibilités d'atténuation des risques pour les sociétés de capital-investissement acquéreuses concernant les sociétés de portefeuille, le Canada se rapproche grandement du Delaware.



## Études ponctuelles – Le point sur le marché

### **Facteurs ESG en contexte de F&A visant des sociétés ouvertes : Quelles sont les tendances du marché ?**

Qu'observe-t-on au croisement des facteurs ESG et des fusions et acquisitions visant des sociétés ouvertes? Autrement dit, de quelle façon l'importance récente accordée aux facteurs ESG au Canada se traduit-elle *généralement* dans le *contexte particulier* des fusions et acquisitions de sociétés ouvertes?

Pour répondre à cette question, nous avons examiné les conventions d'arrangement et les circulaires d'information liées à plus de 70 transactions de fusions et acquisitions visant des sociétés ouvertes au Canada conclues depuis mai 2021. L'objectif était de vérifier comment les facteurs ESG y ont été pris en compte et de recenser les conditions des transactions. Voici ce que nous avons constaté :

- Les facteurs ESG ont fait l'objet d'avancées intéressantes dans le processus décisionnel lors des fusions et acquisitions de sociétés ouvertes, comme en témoignent les circulaires d'information des sociétés cibles.
- Bien que cette évolution soit intéressante, et potentiellement prévisible, elle ne touche qu'une faible minorité des circulaires d'information, du moins à l'heure actuelle.
- Conformément à nos attentes générales, nous n'avons pas constaté d'évolution importante des pratiques du marché en ce qui concerne la rédaction des « dispositions de retrait fiduciaire » propres aux enjeux ESG.
- Il est toutefois possible (et c'est parfois ce qui arrive) que la prise en compte des facteurs ESG se traduise autrement dans les ententes de fusion et d'acquisition visant des sociétés ouvertes, notamment par des mesures propres à la transaction et par des conditions personnalisées.

Dans la **première partie** de notre série en deux parties, nous avons mis l'accent sur les deux premiers points. Dans la **deuxième partie**, nous avons abordé les deux derniers points et conclu notre analyse. Entre autres choses, il sera intéressant de voir si cette tendance minoritaire perdurera ou si l'accent continu mis sur les facteurs ESG au sein des conseils d'administration mènera progressivement à des délibérations plus fréquentes au sujet des facteurs ESG et à une prise en compte plus structurée de ces facteurs lors de l'évaluation du bien-fondé d'une fusion et acquisition envisagée.

### **L'évolution continue du marché canadien des PPSO**

En 2023, la quatrième **étude de cas annuelle de Fasken sur les placements privés dans les sociétés ouvertes (PPSO)** a été publiée. En préparant cette étude, nous avons pris un pas de recul pour regrouper et analyser les données que nous avons recueillies.

Chacune de ces études annuelles donne un aperçu des activités canadiennes de PPSO au cours de l'année en question et permet de tirer des conclusions comparatives avec les années précédentes. Réaliser *chaque année* une étude de cas ponctuelle sur les PPSO canadiens *pendant plusieurs années consécutives* permet de *suivre les tendances générales et l'évolution du marché sur de plus longues périodes*. En d'autres termes, nous sommes bien positionnés pour suivre *l'évolution continue et la sophistication croissante* du marché canadien des PPSO, tant du côté des investisseurs que des émetteurs.

Plusieurs faits saillants ressortent de ces études, qui nous ont permis de : 1) confirmer que les PPSO peuvent présenter un intérêt même pour les plus *grands* émetteurs canadiens cotés en bourse; 2) déterminer les aspects du marché susceptibles d'être plus *volatils* au fil du temps; 3) déterminer les aspects du marché susceptibles d'être plus *stables* au fil du temps; 4) identifier les aspects du marché qui révèlent des *tendances particulières*; 5) identifier les données d'opérations qui montrent une *évolution* et indiquent que les *structures sont de plus en plus novatrices*; 6) détecter des changements dans les *préférences* et/ou les *stratégies* des investisseurs; et 7) obtenir un aperçu des pratiques du marché des PPSO dans *différents contextes économiques*.





## **Quelles sont les dernières tendances du marché?** **Publication de la plus récente étude de l'ABA sur les opérations de F&A visant des sociétés ouvertes canadiennes**

La dernière édition de l'étude de l'American Bar Association sur les opérations de fusions et acquisitions visant des sociétés ouvertes canadiennes a été publiée au printemps 2023. Il s'agissait d'un développement important très attendu, notamment parce que cette étude est une ressource essentielle pour répondre à la question fondamentale que se pose tout négociateur : qu'est-ce qui se passe sur le marché?

Nous avons examiné de près cette étude pour en dégager les principales conclusions et comparer certains aspects avec les pratiques du marché américain, notamment en ce qui concerne les points suivants : 1) les caractéristiques relatives aux acheteurs; 2) les déclarations et les garanties; 3) les conditions de clôture; 4) la définition de changement défavorable important; et 5) la protection de la transaction.

Par exemple, il existe plusieurs points de comparaison notables entre les pratiques canadiennes et américaines en ce qui concerne les conditions de clôture. La tendance canadienne semble s'orienter vers le style américain qui veut que les déclarations de la société cible soient exactes tant lors de la signature que de la clôture. Quant à la protection de l'opération, une tendance intéressante observée dans le domaine des fusions et acquisitions de sociétés ouvertes au Canada au cours de la période d'étude (2020-2021) est que, même si les acheteurs étaient prêts à payer des primes substantielles, les périodes d'exclusivité précédant la signature sont significativement plus longues que lors de la période d'étude précédente (2017).

Nous avons également traité de la nécessité de faire preuve de prudence dans la lecture d'études sur les opérations, notamment à l'égard des caractéristiques de l'échantillon utilisé pour l'étude et du caractère raisonnable de la position de chaque partie compte tenu des circonstances de l'opération.

## **Points clés à retenir de l'étude 2023 « Private M&A Deal Terms Study » de SRS Acquiom**

Le printemps 2023 a été une période occupée pour les études sur les opérations de fusions et acquisitions!

Presque en même temps que la publication de l'étude de l'American Bar Association sur les opérations de fusions et acquisitions visant des sociétés ouvertes canadiennes (**dont il est question ci-contre**), l'étude 2023 de SRS Acquiom sur les fusions et acquisitions visant des sociétés fermées a vu le jour. Cette étude comprend une analyse de plus de 2 100 opérations de fusions et acquisitions visant une société fermée réalisées entre 2017 et 2022 (la grande majorité des opérations impliquaient des acheteurs américains).

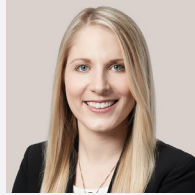
En ce qui concerne les modalités financières des fusions et acquisitions visant des sociétés fermées, l'étude a démontré que : 1) la valeur des transactions a généralement été plus basse en 2022 : les acheteurs étaient probablement plus intéressés par des sociétés cibles du marché intermédiaire inférieur, en raison des conditions économiques incertaines et des options de financement limitées; 2) en 2022, le nombre de transactions dont la contrepartie versée est structurée en une combinaison d'espèces et de transferts de gestion a augmenté de façon considérable, probablement pour combler les écarts d'évaluation et/ou pour éviter d'avoir à obtenir du financement supplémentaire; et 3) la régularité des clauses d'indexation sur les bénéfices futurs a affiché une tendance à la hausse à partir de 2018, probablement encore une fois pour aider à combler les écarts d'évaluation.

En ce qui concerne la répartition des risques dans le cadre de fusions et acquisitions de sociétés privées (c.-à-d. les déclarations, les garanties et l'indemnisation), l'étude examine en détail toutes les opérations pertinentes. Plus intéressant encore, notons l'incidence de l'utilisation toujours plus fréquente des polices d'assurance déclarations et garanties pour ces modalités. Nous constatons, entre autres, une corrélation entre l'utilisation d'une assurance déclarations et garanties et : 1) l'inclusion accrue de clauses indiquant l'absence d'autres déclarations et garanties, et de clauses de non-responsabilité; 2) la diminution du « taux de survie » des déclarations et garanties; 3) la diminution de la fréquence d'inclusion de clauses pro-dilatoires (*sandbagging*); 4) l'utilisation réduite de clauses de non-application du critère de l'importance relative (simple ou double); et 5) des plafonds relatifs à la responsabilité et des montants d'indemnisation entiers moins élevés.

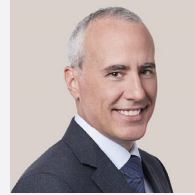
## Personnes-ressources de Fasken



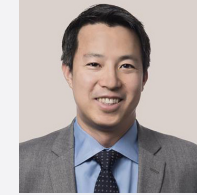
**Gesta Abols**  
Associé | Cochef, Pratique  
transfrontalière et  
internationale  
+1 416 943-8978  
gabols@fasken.com



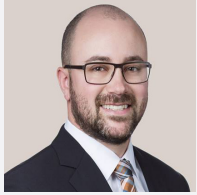
**Elyse Ardiel**  
Associée  
+1 416 865-5159  
eardiel@fasken.com



**Jean-Pierre Chamberland**  
Associé  
+1 514 397-5186  
jchamberland@fasken.com



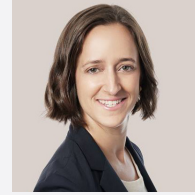
**Enoch H. Chang**  
Associé  
+1 604 631-4803  
echang@fasken.com



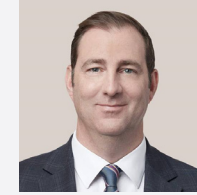
**Perry Feldman**  
Associé  
+1 403 261-5396  
pfeldman@fasken.com



**Sarah Gingrich**  
Associée | Cochef, Marchés des  
capitaux, fusions et acquisitions  
+1 587 233-4103  
sgingrich@fasken.com



**Claire Gowdy**  
Associée  
+1 416 868-3541  
cgowdy@fasken.com



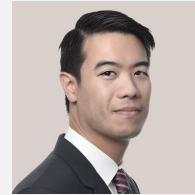
**Neil Kravitz**  
Associé | Cochef, Pratique  
transfrontalière et internationale  
+1 514 397-7551  
nkravitz@fasken.com



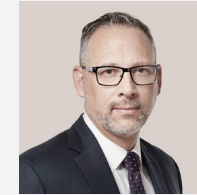
**Alexandra Lazar**  
Associée  
+1 514 397-5238  
alazar@fasken.com



**Taisha Lewis**  
Associée  
+1 416 865-4465  
tlewis@fasken.com



**Samuel Li**  
Associé  
+1 604 631-4890  
sli@fasken.com



**Grant E. McLaughlin**  
Associé | Cochef, Capitaux privés  
+1 416 865-4382  
gmcgloughlin@fasken.com



**Brad Moore**  
Associé  
+1 416 865-4550  
bmoore@fasken.com



**Marie-Josée Neveu**  
Associée  
+1 514 397-4304  
mneveu@fasken.com



**Alex Nikolic**  
Associé  
+1 416 865-4420  
anikolic@fasken.com



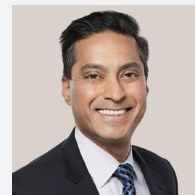
**W. Ian Palm**  
Associé  
+1 416 865-5155  
ipalm@fasken.com



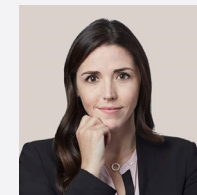
**Nicole Park**  
Associée  
+1 416 943-8902  
npark@fasken.com



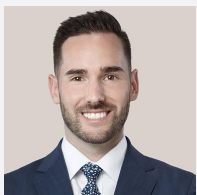
**Mark Pontin**  
Associé  
+1 604 631-4932  
mpontin@fasken.com



**Gordon G. Raman**  
Associé | Fusions et acquisitions  
et Gouvernance d'entreprise  
| Président, Facteurs ESG et  
développement durable  
+1 416 943-8960  
graman@fasken.com



**Caitlin Rose**  
Associée |  
Cochef, Capitaux privés  
+1 514 397-5277  
crose@fasken.com



**Brad Schneider**  
Associé  
+1 403 261-5502  
bschneider@fasken.com



**Marie-Christine Valois**  
Associée  
+1 514 397-7413  
mvalois@fasken.com

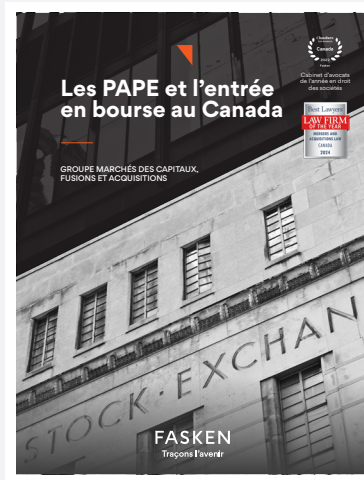
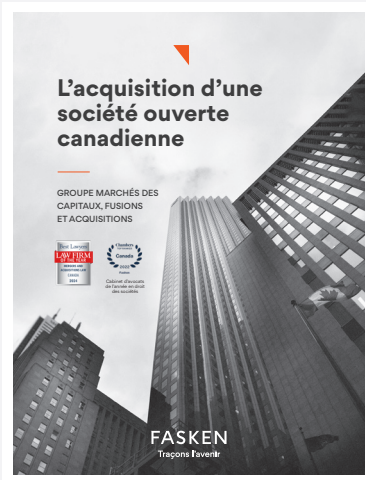


**Karen A. Zimmer**  
Associée  
+1 604 631-4775  
kzimmer@fasken.com





**Paul Blyschak**  
Avocat-conseil  
+1 403 261-9465  
pblyschak@fasken.com

Autres guides de Fasken dans les domaines des marchés des capitaux et des F&A



## ▼ Prix et classements de Fasken

Chef de file incontesté en matière de fusions et acquisitions au Canada

|  |   | FASKEN               | Stikeman Elliott     | Blake, Cassels & Graydon | Osler, Hoskin & Harcourt | McCarthy Tétrault   | Davies Ward Phillips & Vineberg | Torys                |
|--|---|----------------------|----------------------|--------------------------|--------------------------|---------------------|---------------------------------|----------------------|
|  Mergermarket     | F&A au Canada (selon le nombre d'opérations)  | 1 <sup>er</sup> rang | 3 <sup>e</sup> rang  | 5 <sup>e</sup> rang      | 2 <sup>e</sup> rang      | 4 <sup>e</sup> rang | 6 <sup>e</sup> rang             | 10 <sup>e</sup> rang |
| <b>Bloomberg</b>   | F&A – Opérations annoncées sur le marché canadien (selon le nombre d'opérations)              | 1 <sup>er</sup> rang | 6 <sup>e</sup> rang  | 5 <sup>e</sup> rang      | 2 <sup>e</sup> rang      | 4 <sup>e</sup> rang | 7 <sup>e</sup> rang             | 12 <sup>e</sup> rang |
|  | F&A – Marché intermédiaire canadien (jusqu'à 250 M\$, selon le volume d'opérations)           | 1 <sup>er</sup> rang | 14 <sup>e</sup> rang | 6 <sup>e</sup> rang      | 3 <sup>e</sup> rang      | 2 <sup>e</sup> rang | 4 <sup>e</sup> rang             | 5 <sup>e</sup> rang  |
|  | F&A – Marché intermédiaire canadien (jusqu'à 500 M\$ US, selon le nombre d'opérations)        | 1 <sup>er</sup> rang | 7 <sup>e</sup> rang  | 5 <sup>e</sup> rang      | 2 <sup>e</sup> rang      | 4 <sup>e</sup> rang | 6 <sup>e</sup> rang             | 12 <sup>e</sup> rang |
|  | F&A – Marché intermédiaire canadien (jusqu'à 250 M\$ US, selon le nombre d'opérations)        | 1 <sup>er</sup> rang | 6 <sup>e</sup> rang  | 5 <sup>e</sup> rang      | 2 <sup>e</sup> rang      | 4 <sup>e</sup> rang | 6 <sup>e</sup> rang             | 13 <sup>e</sup> rang |
| <b>REFINITIV</b>  | Opérations annoncées réalisées au moins en partie au Canada (selon le nombre d'opérations)    | 1 <sup>er</sup> rang | 4 <sup>e</sup> rang  | 6 <sup>e</sup> rang      | 2 <sup>e</sup> rang      | 5 <sup>e</sup> rang | 7 <sup>e</sup> rang             | 16 <sup>e</sup> rang |
|  | Opérations réalisées au moins en partie au Canada (selon le nombre d'opérations)              | 1 <sup>er</sup> rang | 4 <sup>e</sup> rang  | 6 <sup>e</sup> rang      | 2 <sup>e</sup> rang      | 5 <sup>e</sup> rang | 7 <sup>e</sup> rang             | 10 <sup>e</sup> rang |
|  | Opérations sur le marché intermédiaire réalisées au moins en partie au Canada                 | 1 <sup>er</sup> rang | 5 <sup>e</sup> rang  | 6 <sup>e</sup> rang      | 3 <sup>e</sup> rang      | 4 <sup>e</sup> rang | 7 <sup>e</sup> rang             | 17 <sup>e</sup> rang |
|  | Opérations visant des sociétés à petite capitalisation réalisées au moins en partie au Canada | 1 <sup>er</sup> rang | 4 <sup>e</sup> rang  | 6 <sup>e</sup> rang      | 2 <sup>e</sup> rang      | 5 <sup>e</sup> rang | 7 <sup>e</sup> rang             | 20 <sup>e</sup> rang |

\* Mergermarket (T3 2023), Bloomberg (T3 2023), Refinitiv Fusions et acquisitions (T3 2023), Refinitiv Marché intermédiaire/sociétés à petite capitalisation (T3 2023)

Notre cabinet est fréquemment reconnu par les agences de classement les plus prestigieuses au monde.



**FASKEN**  
Traçons l'avenir

fasken.com/fr

## ▾ Témoignages de clients

---

« C'est une équipe avec laquelle il est très agréable de travailler, qui offre un excellent service à la clientèle et qui est très efficace et attentive aux besoins de ses clients. Fasken dépasse les attentes des clients. C'est toujours impressionnant. »

– Citation d'un client, Chambers Global

---

« Mon cabinet a fait appel à Fasken pour nous épauler dans un dossier concernant l'acquisition de l'un de nos clients de capital-investissement. Notre client ainsi que toute l'équipe affectée à l'opération ont été très impressionnés par le travail de l'équipe de Fasken. Je travaille régulièrement sur des dossiers avec des cabinets de premier plan dans le cadre de ma pratique en capital-investissement privé, et l'équipe de Fasken s'est montrée plus réceptive et plus compétente sur le plan technique et il a été beaucoup plus facile de travailler avec elle. »

– Cabinet d'avocats international qui a fait appel à Fasken pour des opérations transfrontalières

---

« Parmi les nombreux cabinets d'avocats auxquels j'ai eu affaire, je n'en ai trouvé aucun autre qui soit à leur niveau au Canada. »

– Citation d'un client, Chambers Global

---

« Notre société était engagée dans une opération transfrontalière très complexe qui requérait un examen minutieux des considérations d'ordre commercial; des conseils en matière réglementaire; et des discussions avec la Federal Commission. L'étendue des connaissances et de l'expérience dont les avocates et les avocats de Fasken ont fait preuve était remarquable. »

– Cabinet d'avocats international qui a fait appel à Fasken pour des opérations transfrontalières

---

« Les équipes de Fasken sont très complémentaires et leur expertise dans leurs domaines respectifs est inégalée. »

– Citation d'un client, Chambers Global

---

« Les membres de l'équipe de Fasken connaissent non seulement toutes les lois pertinentes au domaine, mais ils sont de véritables partenaires. Ils sont à même d'aider la direction à réfléchir à des questions commerciales essentielles d'un point de vue pratique pour lui permettre de prendre des décisions d'affaires judicieuses. Comparativement à d'autres cabinets, je pense que Fasken s'est surpassé. J'ai été très impressionné. »

– Citation d'un client, Chambers Global

---

« Un excellent service, des réponses très rapides et une vaste expérience dans plusieurs secteurs différents. Je n'hésite pas à confier des mandats aux équipes de Fasken. Elles font le travail et le font bien. »

– Citation d'un client, The Legal 500

**FASKEN**  
Traçons l'avenir

[fasken.com/fr](https://fasken.com/fr)



Cabinet d'avocats de l'année  
en droit des sociétés

Fasken est un cabinet d'avocats offrant une gamme complète de services juridiques qui compte plus de 925 avocats et avocates répartis dans tous les principaux centres d'affaires du Canada et qui possède une expertise approfondie en matière de fusions et acquisitions, de capital-investissement, de financement des sociétés et de litiges transfrontaliers.

Notre vaste expérience et notre expertise hors pair font de nous un chef de file dans le secteur. Avec plus de 100 avocats et avocates spécialistes des fusions et acquisitions, nous pouvons donner suite rapidement et efficacement à toute opération publique ou privée de fusion et d'acquisition, quel qu'en soit le secteur, le délai, la taille, la portée ou la complexité.

Nous dirigeons fréquemment des transactions canadiennes notables et des opérations transfrontalières complexes, notamment en matière de négociation d'acquisitions et de cessions, de coentreprises, d'alliances stratégiques et d'opérations contestées.

---

#### **Avis de non-responsabilité**

L'information et les opinions figurant dans la présente publication ne sont fournies qu'à titre de renseignements généraux et ne constituent d'aucune façon des conseils professionnels d'ordre juridique ou autre. Le contenu de cette publication n'est pas destiné à tenir lieu de conseils professionnels fondés sur des faits précis et ne crée d'aucune façon une relation avocat-client avec Fasken.

Fasken est un cabinet d'avocats chef de file à l'échelle internationale qui compte plus de 950 avocats et 10 bureaux répartis sur trois continents. Les clients comptent sur nous pour la prestation de services juridiques pratiques et innovateurs.

Nous proposons des stratégies axées sur les résultats pour surmonter les défis commerciaux et résoudre les questions litigieuses les plus complexes.



|                     |  |                  |  |
|---------------------|--|------------------|--|
| <b>VANCOUVER</b>    | 550 Burrard Street, Suite 2900                   | +1 604 631 3131  | <a href="mailto:vancouver@fasken.com">vancouver@fasken.com</a>       |
| <b>SURREY</b>       | 13401 - 108th Avenue, Suite 1800                 | +1 604 631 3131  | <a href="mailto:surrey@fasken.com">surrey@fasken.com</a>             |
| <b>TSUUT'INA</b>    | 11501 Buffalo Run Boulevard, Suite 211           | +1 403 261 5350  | <a href="mailto:tsuutina@fasken.com">tsuutina@fasken.com</a>         |
| <b>CALGARY</b>      | 350 7th Avenue SW, Suite 3400                    | +1 403 261 5350  | <a href="mailto:calgary@fasken.com">calgary@fasken.com</a>           |
| <b>TORONTO</b>      | 333 Bay Street, Suite 2400                       | +1 416 366 8381  | <a href="mailto:toronto@fasken.com">toronto@fasken.com</a>           |
| <b>OTTAWA</b>       | 55 rue Metcalfe, bureau 1300                     | +1 613 236 3882  | <a href="mailto:ottawa@fasken.com">ottawa@fasken.com</a>             |
| <b>MONTRÉAL</b>     | 800, rue du Square-Victoria, bureau 3500         | +1 514 397 7400  | <a href="mailto:montreal@fasken.com">montreal@fasken.com</a>         |
| <b>QUÉBEC</b>       | 365, rue Abraham-Martin, bureau 600              | +1 418 640 2000  | <a href="mailto:quebec@fasken.com">quebec@fasken.com</a>             |
| <b>LONDRES</b>      | 6th Floor, 100 Liverpool Street                  | +44 20 7917 8500 | <a href="mailto:london@fasken.com">london@fasken.com</a>             |
| <b>JOHANNESBURG</b> | Inanda Greens, 54 Wierda Road West, Sandton 2196 | +27 11 586 6000  | <a href="mailto:johannesburg@fasken.com">johannesburg@fasken.com</a> |

**FASKEN**  
Traçons l'avenir

[fasken.com/fr](https://fasken.com/fr)