



## Édition 2017 de l'étude sur les points de négociation dans les opérations de fusion et acquisition de sociétés fermées canadiennes : une comparaison transfrontalière

La dernière édition du Canadian Private Target M&A Deal Points Study (l'étude canadienne) menée par l'American Bar Association (l'ABA) a été publiée à la fin de décembre 2016. Elle est fondée sur les ententes signées en 2014 et 2015. Comme les éditions précédentes, l'étude canadienne fournit de précieuses informations sur l'utilisation des éléments contractuels qui interviennent dans les fusions et acquisitions de sociétés fermées canadiennes, sur leur évolution par rapport aux éditions antérieures, ainsi que leur comparaison avec les éléments qui ressortent de la dernière étude de l'ABA intitulée U.S. Private Target M&A Deal Points Study, qui analyse des opérations réalisées aux États-Unis en 2015 (l'étude américaine). Le présent article résume certaines conclusions de l'étude canadienne. Sauf indication contraire, il ne se veut pas une expression de l'avis des auteurs ou de leur expérience personnelle dans la négociation de tels éléments contractuels, pas plus qu'il ne reflète l'avis ou l'expérience des autres avocats de Stikeman Elliott spécialisés en fusions et acquisitions.

### Échantillon de l'étude

**La taille de l'échantillon de l'étude canadienne** est comparable à celle de l'étude américaine, la durée de l'étude canadienne étant toutefois de deux ans. L'une des principales différences entre les deux études demeure le pourcentage d'opérations d'une valeur de plus de 100 M\$. Malgré l'augmentation de la proportion des opérations canadiennes de plus de 100 M\$ CA, les opérations américaines sont habituellement encore de plus grande taille que les opérations canadiennes.

Les secteurs cibles constituent une autre différence importante entre l'étude canadienne et l'étude américaine. Comme par le passé, un fort pourcentage d'opérations de l'étude canadienne concernait le secteur des ressources naturelles (17 %), le secteur du pétrole et du gaz (16 %) et le secteur des biens et services industriels (11 %). Dans l'étude américaine, les trois principaux secteurs ont été les technologies (19,66 %), la santé (17,97 %) et les services financiers (11,97 %).

L'échantillon utilisé pour l'étude canadienne est constitué principalement de conventions d'achat déposées sur le site SEDAR (Système électronique de données, d'analyse et de recherche) tenu par les Autorités canadiennes en valeurs mobilières pour les émetteurs assujettis, de sorte qu'il y avait un émetteur assujetti dans la structure de la cible, du vendeur ou de l'acheteur (même s'il s'agit d'opérations « privées ») et que les opérations étaient importantes pour l'émetteur assujetti. Pour la première fois, les éditeurs de l'étude ont aussi repéré des conventions régies par le droit canadien sur EDGAR (le système de la SEC appelé *Electronic Data-Gathering Analysis and Retrieval System*). Bien entendu, la présence d'une société cotée en bourse au moins d'un côté de l'opération risque de produire des résultats différents que si seules des sociétés fermées participaient aux opérations.

Tableau 1

	Étude américaine	Étude canadienne précédente*	Étude canadienne
Nombre d'opérations	117	60	101
Fourchette des valeurs des opérations	17M\$ US à 5 G\$ US	5,6 M\$ CA à 5,8 G\$ CA	5,78 M\$ CA à 4 G\$ CA
Opérations de plus de 100 M \$	65%	31%	37%

\* L'étude canadienne précédente est fondée sur les ententes signées en 2012 et 2013.

## Indemnisation

Dans les fusions et acquisition privées, les éléments contractuels les plus souvent (et vivement) négociés concernent l'indemnisation post-clôture. Les études canadienne et américaine traitent d'un certain nombre de ces éléments d'indemnisation, dont les suivants :

### 1 | Tactiques dilatoires

Les clauses dilatoires (*sandbagging*) visent à permettre à une partie de réclamer une indemnisation après la clôture pour non-respect d'une déclaration, d'une garantie ou d'un engagement dont elle avait connaissance avant la clôture. En règle générale, les acheteurs essaieront de stipuler des clauses dilatoires puisqu'elles leur permettent d'intenter des recours après la clôture. Les vendeurs, quant à eux, essaieront d'interdire aux acheteurs de présenter une réclamation lorsqu'ils avaient connaissance du fait reproché avant la clôture. Lorsque les parties ne se prononcent pas sur la question, elles laissent au tribunal compétent le soin de décider si la réclamation est recevable en vertu des lois applicables. Selon l'étude canadienne, l'utilisation de clauses dilatoires est en hausse (de 15 % à 31 %), alors que les opérations muettes sur la question ont diminué dans une proportion à peu près égale (de 71 % à 54 %), mais forment toujours la majorité. L'utilisation de clauses anti-dilatoires est demeurée relativement stable (de 14 % à 15 %). Ces pourcentages sont comparables à ceux de l'étude américaine, d'après laquelle 35 % des opérations comportaient une clause dilatoire, 9 % comportaient une clause anti-dilatoire et 56 % ne stipulaient rien sur la question. Autrement dit, les pratiques canadiennes semblent converger vers les pratiques américaines sur ce point.

## 2 | Survie

Les conventions d'achat précisent généralement la période pendant laquelle les déclarations et les garanties (et parfois même les obligations de faire ou de ne pas faire) demeurent en vigueur après la clôture. Comme l'étude américaine et l'étude canadienne précédente, la dernière étude canadienne démontre que la plupart des ententes stipulent des clauses de survie générales de 12 à 24 mois après la clôture (dans 83 % des opérations), le délai le plus fréquent étant de 18 mois (dans 32 % des opérations).<sup>1</sup> Dans de nombreux cas, une période de survie d'environ 18 mois permettra aux acheteurs de repérer la plupart des problèmes : l'acheteur aura eu assez de temps pour exploiter l'entreprise et pour réaliser au moins un audit après la clôture. Signalons que la plupart des ententes rendront la période générale de maintien en vigueur inapplicable à certaines questions, comme la fiscalité.

### 3 | Paniers d'indemnités

Les paniers d'indemnités établissent le montant minimal de certaines pertes qu'une partie doit subir avant que l'autre partie soit tenue de l'indemniser en vertu de la convention d'achat. Les paniers peuvent prévoir i) soit une franchise, c'est-à-dire qu'une fois que les pertes d'une partie excèdent le montant stipulé dans la convention, l'autre partie doit l'indemniser des pertes en excédent de ce montant, ii) soit une indemnisation complète, c'est-à-dire qu'une fois que les pertes d'une partie excèdent le montant stipulé, l'autre partie doit l'indemniser pour la totalité des pertes. Les paniers peuvent également être mixtes et combiner franchise et indemnisation complète. Aux États-Unis et au Canada, la plupart des opérations comportent des paniers. Toutefois, selon l'étude américaine et l'étude canadienne (y compris les versions précédentes), la pratique du Canada diverge de celle des États-Unis, notamment en ce qui concerne la taille du panier, les paniers étant un peu plus grands au Canada. La divergence quant à la taille peut s'expliquer du fait que la valeur des opérations canadiennes est généralement inférieure à celle des opérations américaines. Nous avons remarqué que plus la taille du panier est importante, en pourcentage de la valeur de l'opération, moins le prix d'achat est élevé.

<sup>1</sup> L'étude américaine révèle que 86 % des conventions demeurent en vigueur de 12 à 24 mois après la clôture, le délai le plus fréquent étant de 18 mois précisément (36 % des opérations). Dans l'étude canadienne précédente, 81 % des conventions sont demeurées en vigueur entre 12 et 24 mois, le délai le plus fréquent étant de 18 mois précisément (29 % des opérations).

	Étude américaine	Étude canadienne précédente	Étude canadienne
Aucun panier	2 %	8 %	9 %
Panier avec franchise	65 %	36 %	41 %
Panier avec indemnisation complète	26 %	50 %	45 %
Panier mixte	7 %	6 %	5 %
Tous les paniers (sauf mixtes) : Moyenne en % de la valeur de l'opération	0,65 %	0,87 %	1,46 %; si les valeurs aberrantes sont exclues, 0,98 %.
Franchise : moyenne en % de la valeur de l'opération	0,69 %	0,73 %	2,10%; si les valeurs aberrantes sont exclues, 1,15 %.
Indemnisation totale : moyenne en % de la valeur de l'opération	0,81 %	0,96 %	0,81 %
Panier en % de la valeur de l'opération :			
Plus de 1 % :	10 %	28 %	28 %
1 % à 0,5 % :	38 %	30 %	39 %
0,5 % ou moins :	52 %	42 %	33 %

L'étude canadienne révèle des anomalies quant au pourcentage des paniers par rapport à la valeur de l'opération. Le panier moyen est de 1,46 % quand on observe tous les paniers sauf les mixtes, tandis que les deux études précédentes ont constaté des valeurs de 0,87 % et 0,51 %. La franchise moyenne est de 2,10 %, tandis que dans les deux études précédentes, les valeurs constatées étaient de 0,73 % et 1,0 %. Certaines franchises exceptionnellement élevées ont été constatées, soit 5,7 %, 10 % et 20 %. À notre avis, ces chiffres ne reflètent pas les pratiques du marché. Le panier le plus élevé en pourcentage de la valeur de l'opération dans les deux éditions précédentes de l'étude canadienne était de 3,5 %. Un quatrième pourcentage, soit 4,2 %, aurait pu aussi être considéré comme une valeur aberrante, mais puisqu'il se rapprochait des valeurs les plus élevées des études précédentes, il n'a pas été considéré comme tel. Si on exclut les trois valeurs aberrantes du calcul, le panier moyen équivaut à 0,98 % de la valeur de l'opération pour tous les paniers autres que les mixtes et la franchise moyenne correspond à 1,15 % de la valeur de l'opération. Ces résultats demeurent élevés puisque l'étude canadienne indique que 72 % des opérations comportent un panier représentant 1 % ou moins de la valeur de l'opération (39 % supérieur à 0,5 % et inférieur à 1 %; 33 % moins de 0,5 %). La valeur médiane serait

peut-être un meilleur indicateur puisqu'elle se fonde sur le point milieu des résultats et présente l'avantage de ne pas subir l'effet des pourcentages extrêmes par rapport à l'ensemble de l'échantillon. La franchise médiane pour tous les paniers autres que mixtes était de 0,80 % et la franchise médiane constatée était de 1 %. À notre avis, la valeur d'un fort pourcentage des paniers (avec franchise ou avec indemnisation complète) se situe entre 0,5 % et 1 % de la valeur de l'opération.

Il existe aussi un autre type de panier, soit le panier fixant un seuil de réclamation admissible, ou panier à perte minimale. On peut ainsi stipuler qu'une partie n'est pas tenue d'indemniser l'autre lorsque la réclamation ne dépasse pas un certain seuil, la logique étant que toute réclamation inférieure au seuil en question n'est pas significative compte tenu de l'ampleur de l'opération. Selon l'étude canadienne, l'utilisation de seuils de réclamation admissible est en hausse (de 27 % à 37 %). Ce pourcentage est comparable à celui de l'étude américaine (38 %).

#### 4 | Suppression de la double importance relative aux fins d'indemnisation

Les réserves concernant l'importance relative stipulées dans les déclarations et garanties peuvent être écartées soit uniquement dans le calcul des dommages-intérêts, soit à toutes fins d'indemnisation, auquel cas ces réserves s'appliqueront uniquement aux conditions de clôture ou permettront au vendeur d'énoncer des déclarations et garanties qu'il ne pourrait pas sinon présenter honnêtement telles quelles. On parle alors souvent de suppression ou de non-application de la double importance relative. L'étude canadienne démontre que les avocats canadiens sont de plus en plus conscients de cet élément contractuel : 39 % des opérations dans l'échantillon prévoyaient la non-application de la double importance relative d'une manière ou d'une autre, comparativement à seulement 11 % dans chacune des deux études précédentes. Parmi les opérations prévoyant la non-application de l'importance relative, 57 % limitaient la non-application au calcul des pertes seulement et 43 % de ces opérations, soit 17 % de toutes les opérations comportant un panier dans l'étude canadienne, prévoyaient une suppression totale de la double importance relative, c'est-à-dire qu'elle l'écartait à toutes fins d'indemnisation. La raison en est peut-être que dans ces opérations, on utilise un seuil de réclamation admissible ou un panier à perte minimale qui règle la question de l'importance relative dans le calcul de l'indemnisation, bien que les études n'abordent pas la corrélation entre ces deux éléments contractuels. Même si la dernière étude canadienne

indique le début d'une convergence transfrontalière dans cet élément contractuel, l'étude américaine révèle que la non-application de la double importance relative aux fins d'indemnisation est plus courante aux États-Unis, où 70 % des opérations comportant un panier écartaient la double importance relative et 43 % de ces suppressions visaient uniquement le calcul des pertes, si bien que 40 % des opérations comportant un panier dans l'étude américaine prévoient une suppression totale de la double importance relative.

## 5 | Plafonds d'indemnisation

Les conventions d'achat peuvent également plafonner certaines obligations d'indemnisation, c'est-à-dire limiter le montant maximal qu'une partie peut récupérer en cas de perte. Selon les études américaine et canadienne, la totalité des opérations assorties d'une clause de survie réalisées aux États-Unis et la quasi-totalité de celles réalisées au Canada comprennent un plafond, mais les plafonds sont encore considérablement plus bas aux États-Unis. Toutefois, comme le démontre le tableau suivant, les plafonds ont tendance à baisser au Canada au fil des études, ce qui est conforme à l'expérience des auteurs.

	Étude américaine	Étude canadienne antérieure	Étude canadienne
Aucun plafond	0 %	10 %	8 %
Plafond moyen en pourcentage de la valeur de l'opération	13,2 %	49 %	44 %
Plafond médian en pourcentage de la valeur de l'opération	10 %	40 %	30 %

## 6 | Réclamations de tiers

L'étude canadienne se penche pour la première fois sur les dispositions qui s'appliquent lorsqu'un tiers présente une réclamation ou intente une poursuite contre l'acheteur ou l'entreprise cible après la clôture. Selon les études, les mêmes éléments contractuels sont généralement utilisés, mais pas tout à fait dans les mêmes proportions. L'étude canadienne indique que (i), comme dans l'étude américaine, a) la plupart des ententes ne se prononcent pas sur l'indemnisation possible de l'acheteur en cas de poursuite d'un tiers sans qu'il y ait eu violation des déclarations et garanties (98 % dans l'étude canadienne et 78 % dans l'étude américaine); b) la plupart des ententes qui

donnent la partie qui indemnise le pouvoir de diriger la défense contre un tiers (89 % des opérations) prévoient des exceptions à ce pouvoir (69 % dans l'étude canadienne et 78 % dans l'étude américaine). L'étude canadienne mentionne également que près de la moitié des ententes canadiennes qui donnent la partie qui indemnise le pouvoir de diriger la défense contre un tiers obligent celle-ci à d'abord reconnaître sa responsabilité (49 % dans l'étude canadienne et 38 % dans l'étude américaine). Comme dans l'étude américaine, la plupart des ententes canadiennes admissibles fixent des limites à la capacité de régler des réclamations de tiers (96 % dans l'étude canadienne et 90 % dans l'étude américaine). Enfin, l'étude canadienne relève que la majorité des ententes prévoyant des dispositions qui s'appliquent lorsqu'un tiers présente une réclamation n'inclut pas les limites suivantes sur la capacité de la partie défenderesse de régler une poursuite : i) l'exigence d'obtenir une décharge complète (36 % dans l'étude canadienne comparativement à 53 % dans l'étude américaine) ou ii) l'exigence que le règlement porte uniquement des dommages-intérêts pécuniaires (26 % dans l'étude canadienne comparativement à 49 % dans l'étude américaine). Près de la moitié des ententes prévoyant de dispositions qui s'appliquent lorsqu'un tiers présente une réclamation exigent un consentement écrit avant que la partie défenderesse puisse régler la réclamation d'un tiers (48 % dans l'étude canadienne comparativement à 38 % dans l'étude américaine).

## 7 | Nature des pertes/ dommages-intérêts couverts

Ces conditions sont essentiellement identiques à celles de l'étude américaine et de l'étude canadienne précédente. Selon les études : a) le silence est la norme quant aux dommages accessoires et à la perte de valeur; b) les conventions sont tout aussi susceptibles d'exclure expressément les dommages consécutifs que de ne rien stipuler sur cette question. On traite encore différemment les dommages punitifs au Canada et aux États-Unis : les conventions canadiennes s'abstiennent de mentionner les dommages punitifs à peu près aussi souvent qu'elles les excluent, alors que la plupart des conventions américaines les excluent expressément. La plus grande proportion de conventions qui s'abstiennent de mentionner les dommages punitifs dans les opérations canadiennes est probablement due à la faible chance d'obtenir une condamnation à de tels dommages au Canada et au faible montant des condamnations lorsqu'ils sont accordés.



## Autres points de négociations : quelques gros changements

### 1 | Réserves générales

Les réserves générales, comme celles portant sur la connaissance et les effets défavorables importants, servent à répartir les risques. Comme la précédente, l'étude canadienne montre que la plupart des ententes comprennent encore une définition prospective de l'effet défavorable important, prévoient certaines exceptions mais excluent les perspectives dans la définition. Les changements notables, qui indiquent tous une convergence vers les pratiques américaines, comprennent une forte augmentation du pourcentage des opérations qui excluent de la définition d'effet défavorable important : le ralentissement des marchés financiers, la guerre, le terrorisme et la modification des conventions comptables et qui comportent au moins une exception présentée sous réserve d'un effet disproportionné.

	Étude américaine	Étude canadienne antérieure	Étude canadienne
Aucune mention des dommages accessoires	74 %	75 %	79 %
Aucune mention de la perte de valeur	72 %	78 %	79 %
Aucune mention des dommages consécutifs	44 %	45 %	55 %
Exclusion des dommages consécutifs	49 %	44 %	42 %
Aucune mention des dommages punitifs	21 %	51 %	41 %
Exclusion des dommages punitifs	78 %	42 %	57 %

### 2 | Conditions de clôture

Une convention d'achat contient des conditions de clôture lorsque la signature de l'entente et la clôture de l'opération ne se produisent pas en même temps. Si les conditions stipulées en sa faveur ne sont pas respectées, une partie aura le droit de refuser de clore l'opération. Les études canadienne et américaine traitent d'un certain nombre de conditions de clôture, dont celle suivant laquelle les déclarations et garanties de la cible doivent être exactes à la date de signature ou de clôture de l'opération (on parle alors d'attestation finale) ainsi que la question de savoir si l'application de la double importance relative sera écartée. Il y a double importance relative

lorsque certaines déclarations et garanties stipulées dans une convention d'achat sont présentées sous réserve de l'importance relative et que la condition correspondante est également applicable sous réserve de l'importance relative. Lorsque la non-application de la double importance relative est stipulée, pour l'application de l'attestation finale, les réserves concernant l'importance relative prévues dans les déclarations et garanties sont ignorées et seul le critère d'importance relative contenu dans la condition de clôture s'applique. Les éditions précédentes de l'étude canadienne indiquaient que, contrairement à ce que nous voyons dans la pratique, les ententes canadiennes ne contenaient souvent pas une telle clause de non-application. Cette situation a changé. Selon l'étude canadienne, les ententes canadiennes incluent de plus en plus une clause de non-application de l'importance relative, à la fois à la signature (passant de 20 % dans l'étude canadienne précédente à 65 % dans l'étude canadienne) et à la clôture (passant de 18 % dans l'étude canadienne précédente à 64 % dans l'étude canadienne).

	Étude américaine	Étude canadienne antérieure	Étude canadienne
Définition d'« effet défavorable important »	99 %	88 %	87 %
Effet défavorable important prospectif	91 %	77 %	83 %
Perspectives non incluses	88 %	60 %	70 %
Exceptions prévues dans la définition d'effet défavorable important	91 %	83 %	77 %
Nature des exceptions prévues dans la définition d'effet défavorable important :			
Ralentissement des marchés financiers	68 %	48 %	76 %
guerre ou terrorisme	85 %	55 %	74 %
modification des conventions comptables	79 %	48 %	72 %
Exceptions prévues dans la définition d'effet défavorable important, dont au moins une sous réserve d'un effet disproportionné	86 %	53 %	74 %

### 3 | Déclarations et garanties

Les déclarations et garanties de l'entreprise cible sont importantes car c'est sur elles que l'acheteur se fonde pour connaître certains faits, mettre fin à l'opération ou obtenir une indemnité. Ces conditions sont largement semblables à celles des études américaine et canadienne antérieures. On remarque toutefois certains changements notables dans la déclaration sur la conformité aux lois. L'étude américaine et l'étude canadienne antérieure montrent que dans la plupart des ententes, la déclaration sur la conformité aux lois est présentée sans réserve quant à la connaissance. On note un changement dans les pratiques en ce qui concerne les mentions de la conformité présente et passée, l'avis d'infraction et l'avis d'enquête, qui montre dans la plupart une convergence vers les pratiques américaines.

Tableau 6

	Étude américaine	Étude canadienne antérieure	Étude canadienne
Déclaration sur la conformité aux lois	98 %	95 %	96 %
Déclaration sur la conformité aux lois, sous réserve de la connaissance	4 %	5 %	13 %
Déclaration sur la conformité aux lois présente et passée	37 %	62 %	50 %
Déclaration sur la conformité aux lois qui inclut un avis d'infraction	77 %	36 %	56 %
Déclaration sur la conformité aux lois qui inclut un avis d'enquête	28 %	4 %	20 %

Pour obtenir de plus amples renseignements, veuillez communiquer avec votre représentant de Stikeman Elliott ou l'un des auteurs ci-après :



**Kevin Kyte**  
kkyte@stikeman.com



**Tania Djerrahian**  
tdjerrahian@stikeman.com

Suivez-nous



Les auteurs ont participé étroitement à l'étude canadienne, à l'étude canadienne précédente et à l'étude américaine : Kevin Kyte est coprésident de l'étude canadienne et Tania Djerrahian lui a prêté main-forte dans tous les aspects de l'étude.

Pour de plus amples renseignements sur ces conditions ou sur d'autres conditions, veuillez consulter les études susmentionnées, lesquelles peuvent être consultées par les membres de l'ABA sur la page du Comité des fusions et acquisitions, à la section du sous-comité sur les tendances du marché, sur le site de l'American Bar Association.

Cette publication a pour but de donner des renseignements généraux sur des questions et des nouveautés d'ordre juridique à la date indiquée. Les renseignements en cause ne sont pas des avis juridiques et ne doivent pas être traités ni invoqués comme tels. Veuillez lire notre mise en garde dans son intégralité au [www.stikeman.com/avis-juridique](http://www.stikeman.com/avis-juridique). © Stikeman Elliott S.E.N.C.R.L., s.r.l. Date code exemple 2017-01-27 DM 6758818

### 4 | Règlement des différends

Depuis *Great Hill Equity Partners IV, LP v. SIG Growth Equity Fund I, LLLP*, 80 A.3d 155 (Del. Ch. 2013), on accorde beaucoup d'attention aux communications privilégiées échangées avant la clôture entre l'entreprise cible ou les vendeurs et leurs avocats respectifs et ce qui se produit quand elles aboutissent entre les mains de l'acheteur. Dans ce jugement, le tribunal conclut que, en l'absence d'indication contraire dans la convention de fusion, le privilège est transmis à l'entité issue de la fusion par effet de la loi conformément à l'article 259 de la *General Corporation Law* de l'État du Delaware. Au Canada, la Cour du banc de la Reine de l'Alberta a examiné une question semblable dans *NEP Canada ULC v. MEC OP LLC*, 2013 ABQB 540. Merit Energy Company LLC (« Merit ») avait une filiale, MEC Operating Company ULC (« MEC »). Le tribunal considère que lorsque Merit a vendu MEC à NEP, elle aurait pu stipuler dans la convention d'achat que le droit de MEC de faire valoir ou de lever la confidentialité des documents relatifs aux négociations concernant la convention d'achat s'éteindrait à la clôture, de manière à faire de Merit la seule titulaire de ce droit. Elle ne l'a pas fait.

À l'instar de l'étude américaine, pour la première fois, l'étude canadienne traite des clauses sur le secret professionnel et indique que dans seulement 6 % des opérations, le vendeur conserve expressément le droit au secret professionnel de l'entreprise cible comparativement à 46 % dans l'étude américaine. Nous prévoyons que ce pourcentage augmentera dans les études futures.