

Autorité des marchés financiers

Document de consultation

**Un regard différent sur l'intervention des autorités en valeurs mobilières
dans les mesures de défense**

Le 14 mars 2013

Autorité des marchés financiers

Document de consultation

Un regard différent sur l'intervention des autorités en valeurs mobilières dans les mesures de défense

1.	Introduction	1
1.1	Le projet des ACVM.....	1
1.2	La proposition de l'Autorité.....	2
2.	Contexte	3
2.1	Le régime canadien des OPA.....	3
2.2	L'Avis 62-202 et son interprétation.....	4
2.3	Détails de l'affaire Fibrek.....	8
3.	Analyse.....	9
3.1	Rôle des administrateurs	10
3.2	Déférence à l'égard des décisions du conseil d'administration des sociétés visées	11
3.3	Normes de gouvernance et intervention des porteurs de titres	12
3.3.1	<i>Évolution de la gouvernance et des recours</i>	<i>12</i>
3.3.2	<i>Activisme actionnarial.....</i>	<i>14</i>
3.4	Pouvoir d'influence notable des fonds spéculatifs et des autres arbitragistes sur la vente des sociétés visées	15
4.	Solution envisagée dans le cadre de la proposition de l'Autorité.....	16
4.1	Modification de l'Avis 62-202.....	16
4.2	Modification du régime des OPA	18
	Consultation.....	19
	Transmission des commentaires.....	20
	Questions.....	20

1. Introduction

L'Autorité des marchés financiers (l'« **Autorité** » ou « **nous** ») publie pour consultation, de concert avec les autres membres des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « **ACVM** »), le projet de *Règlement 62-105 sur les régimes de droits des porteurs* (le « **projet des ACVM** »). Nous publions également le présent document de consultation sur une approche différente de celle proposée dans le projet des ACVM (la « **proposition de l'Autorité** »).

Le projet des ACVM ne porte que sur les régimes de droits, et l'avis de consultation qui l'accompagne indique que les membres des ACVM participants examineront ultérieurement l'opportunité d'apporter à l'*Avis 62-202 relatif aux mesures de défense contre une offre publique d'achat* (l'« **Avis 62-202** »)¹ des modifications touchant d'autres mesures de défense. Nous sommes d'avis que certaines décisions rendues récemment, entre autres facteurs, créent un contexte propice à une révision de notre encadrement réglementaire de l'ensemble des mesures de défense, et non seulement les régimes de droits.

La proposition de l'Autorité vise principalement à rétablir l'équilibre réglementaire entre les initiateurs d'offres publiques d'achat (OPA) et le conseil d'administration des sociétés visées et à actualiser l'encadrement réglementaire des OPA pour tenir compte du contexte juridique et économique ainsi que des pratiques du marché qui les entourent actuellement. Nous proposons donc de réexaminer l'approche actuellement adoptée à l'égard des mesures de défense dans l'*Avis 62-202* et d'apporter deux changements importants à notre régime des OPA.

Le présent document de consultation vise à permettre un échange de points de vue sur la problématique soulevée par la réglementation des mesures de défense au Canada, y compris le rôle des conseils d'administration réagissant aux OPA non sollicitées, et à recueillir des commentaires sur la proposition de l'Autorité. Nous n'en demeurons pas moins attachés au maintien d'une approche cohérente et harmonieuse au sein des ACVM en ce qui concerne les OPA et la réglementation des mesures de défense.

1.1 Le projet des ACVM

Selon le projet des ACVM, les autorités en valeurs mobilières du Canada (les « **autorités**² ») n'examineraient plus les régimes de droits au cas par cas pour déterminer s'il convient de les frapper d'une interdiction d'opérations. En vertu du projet des ACVM, tout régime de droits pourrait demeurer en vigueur s'il est approuvé par la majorité des porteurs de titres dans un délai déterminé.

Il se peut que le projet des ACVM entraîne une réduction du nombre de cas dans lesquels les autorités doivent intervenir, car celles-ci ne prononceront plus d'interdiction d'opérations à

¹ Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, 2003-07-18, Vol. XXXIV n° 28. Ailleurs au Canada, l'Instruction générale 62-202, *Les mesures de défense contre une offre publique d'achat*.

² Dans le présent document de consultation, le terme « autorités » peut inclure, au Québec, le Bureau de décision et de révision, tribunal administratif impartial et indépendant qui se spécialise dans les questions touchant le secteur financier pour l'Autorité, les participants au secteur et le public.

l'égard des régimes de droits approuvés par les porteurs, ce qui réduira l'incertitude sur le marché.

Cependant, comme le projet des ACVM porte uniquement sur les régimes de droits, il n'offre pas de réponse complète à certaines questions fondamentales touchant le régime des OPA, questions qu'il est grand temps, selon nous, d'aborder dans leur ensemble. Parmi celles-ci, mentionnons le déséquilibre structurel entre les initiateurs d'OPA non sollicitées, d'une part, et le conseil d'administration des sociétés visées, d'autre part, le manque de déférence à l'égard des décisions et des mesures prises par les conseils d'administration, l'incapacité des administrateurs d'envisager d'autres mesures que la vente de la société visée, ainsi que la propension des porteurs à déposer leurs titres en toutes circonstances.

Nous sommes d'avis qu'en abordant les mesures de défense dans une perspective plus globale, il est possible de trouver des réponses à certaines de ces questions fondamentales.

1.2 La proposition de l'Autorité

Depuis la publication de l'Avis 62-202 en 1986³, le contexte juridique et économique et les pratiques du marché entourant les OPA non sollicitées ont connu d'importants changements.

L'arrêt rendu par la Cour suprême du Canada dans l'affaire *BCE Inc. c. Détenteurs de débetures de 1976*⁴ (« BCE »), l'adoption de normes de gouvernance plus rigoureuses, la montée de l'activisme actionnarial et l'influence croissante des fonds spéculatifs et des autres arbitragistes sur l'issue des OPA sont autant de facteurs qui invitent à la révision d'une politique demeurée pratiquement inchangée depuis sa publication.

Nous proposons de remplacer l'Avis 62-202 par une nouvelle instruction générale sur les mesures de défense qui reconnaîtrait explicitement l'obligation fiduciaire dont les administrateurs doivent s'acquitter envers leur société lorsqu'ils réagissent à une OPA non sollicitée et redéfinirait l'intervention des autorités au motif de l'intérêt public.

Nous estimons qu'il faut manifester envers les administrateurs des sociétés visées la déférence appropriée dans l'exécution de leur obligation fiduciaire. Nous partons du principe que les risques éventuels de conflits d'intérêts et d'enracinement des administrateurs sont circonscrits et gérés de façon adéquate, et que ces derniers font preuve de la compétence et des aptitudes nécessaires lorsqu'ils s'acquittent de leur obligation de diligence, notamment en tenant des délibérations rigoureuses et informées.

Nous proposons également de modifier notre régime des OPA pour exiger, comme condition irrévocable de toute offre visant l'ensemble des titres d'une catégorie et de toute offre partielle, que plus de 50 % des titres en circulation de la catégorie visée détenus par d'autres personnes que l'initiateur et ses alliés soient déposés et que le dépôt de ces titres ne soit pas révoqué à la date d'expiration de l'offre. Nous proposons aussi d'exiger que l'offre soit prolongée de 10 jours à la suite de l'annonce du dépôt de ce pourcentage de titres.

³ L'Avis 62-202 a remplacé l'*Instruction générale C-38, Mesures de défense contre une offre publique*.

⁴ [2008] 3 R.C.S. 560.

Selon nous, la mise en œuvre de la proposition de l’Autorité aurait les effets suivants :

- elle permettrait aux administrateurs de disposer d’une plus grande latitude dans l’exécution de leur obligation fiduciaire et examiner toutes les options en vue de maximiser la valeur pour les porteurs sans que les autorités interviennent;
- elle créerait un cadre révisé de réglementation de l’ensemble des mesures de défense, et non seulement les régimes de droits;
- elle atténuerait l’effet coercitif⁵ de notre régime des OPA pour toutes les offres et non seulement pour celles qui sont visées par des régimes de droits;
- elle apporterait une solution réglementaire directe à certaines des lacunes de notre régime des OPA;
- elle pourrait limiter le pouvoir d’influence des arbitragistes sur la vente des sociétés visées;
- elle pourrait encourager les initiateurs à négocier avec les conseils d’administration, ce qui pourrait maximiser la valeur pour les porteurs.

Outre la publication d’une nouvelle instruction générale en remplacement de l’Avis 62-202, la mise en œuvre de la proposition de l’Autorité entraînerait des modifications à la *Loi sur les valeurs mobilières* du Québec⁶ (la « **LVMQ** ») et au *Règlement 62-104 sur les offres publiques d’achat et de rachat*⁷.

2. Contexte

Sous la présente rubrique, nous examinons dans un premier temps le régime actuel des OPA au Canada, en insistant sur ses principaux objectifs. Dans un deuxième temps, nous traiterons brièvement de l’interprétation que l’Avis 62-202 a reçue au fil du temps. Enfin, nous aborderons sommairement les caractéristiques de l’OPA lancée contre Fibrek inc. (« **Fibrek** ») par Produits Forestiers Résolu (« **Résolu** ») en décembre 2011.

2.1 Le régime canadien des OPA

Le régime canadien des OPA en vigueur tire son origine du *Report of the Attorney General’s Committee on Securities Legislation in Ontario*⁸ (le « **rapport Kimber** »), qui énonçait comme suit les objectifs des dispositions relatives aux OPA :

⁵ Dans un article intitulé « The Pressure to Tender: An Analysis and A Proposed Remedy », L. A. Bebchuk décrit l’effet coercitif du régime des OPA comme suit :

[Traduction] « La décision des actionnaires de déposer ou non leurs actions en réponse à une offre publique d’achat est soumise à d’importantes distorsions. Un actionnaire peut décider de déposer ses actions même s’il juge que le prix offert est inférieur à leur valeur simplement parce qu’il craint que, s’il ne les dépose pas, l’initiateur pourra quand même prendre le contrôle de la société visée, auquel cas il se retrouverait avec des actions de faible valeur de la société acquise. Ainsi, l’initiateur peut réussir à prendre le contrôle d’une société même si la ligne de conduite des actionnaires de la société visée pour maximiser la valeur devrait être de rejeter l’offre. » Voir L. A. Bebchuk, « The Pressure to Tender: An Analysis and A Proposed Remedy », 12 Del. J. Corp. 911, 1987, p. 911.

⁶ L.R.Q., c. V-1.1.

⁷ V-1.1, r. 35.

⁸ Province de l’Ontario, *Report of the Attorney General’s Committee on Securities Legislation in Ontario*, mars 1965.

[Traduction] « Le comité a conclu que toute recommandation d'établir des règles sur les offres publiques d'achat devrait avoir pour objectif premier de protéger les intérêts légitimes des actionnaires de la société visée. Pour pouvoir prendre une décision éclairée quant à l'acceptation ou au rejet d'une offre d'achat visant leurs actions, les actionnaires devraient, en droit, avoir à leur disposition suffisamment d'information pertinente et à jour. En formulant ses conclusions, le comité a cependant tenté de veiller à ce que ses recommandations ne gênent pas indûment les initiateurs potentiels ni ne les placent dans une situation commerciale désavantageuse vis-à-vis des conseils d'administration enracinés, voire hostiles, des sociétés visées⁹. »

Le rapport Kimber proposait de nombreuses dispositions pour réglementer les OPA, notamment en ce qui concerne la durée de validité des offres, la révocation du dépôt de titres par les porteurs de la société visée, la prise de livraison et le règlement du prix des titres déposés et l'égalité de traitement des porteurs. Les recommandations avaient essentiellement pour objectif de permettre aux porteurs de la société visée de disposer de suffisamment d'information et de temps pour prendre une décision éclairée.

Les recommandations formulées dans le rapport Kimber ont été transposées d'abord dans la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario, puis, avec très peu de modifications, dans la législation en valeurs mobilières de la Colombie-Britannique, de l'Alberta, de la Saskatchewan et du Manitoba ainsi que dans la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* et, enfin, dans la LVMQ.

D'autres rapports ont été publiés au fil des ans, mais ils ne concluaient pas qu'il faille revoir les principes sous-tendant le rapport Kimber et la législation sur les OPA qui en découlait. Depuis la mise en application des recommandations contenues dans ce rapport en 1966, les dispositions de la législation en valeurs mobilières qui portent sur les OPA régissent essentiellement les initiateurs et laissent aux conseils des sociétés visées la tâche de recommander l'acceptation ou le rejet des offres. Les modifications réglementaires apportées depuis n'ont pas entraîné de changements importants à ces principes.

2.2 L'Avis 62-202 et son interprétation

L'Avis 62-202 a été publié avant même que le premier régime de droits n'ait été adopté au Canada, et est demeuré essentiellement inchangé depuis. Il a servi à guider les autorités dans l'exercice de leur compétence en matière d'intérêt public, et celles-ci l'ont appliqué principalement pour prononcer des interdictions d'opérations à l'égard des régimes de droits.

Comme l'indique l'Avis 62-202, les deux objectifs du régime canadien des OPA sont les suivants :

« L'objectif premier de la réglementation des offres publiques d'achat dans la législation canadienne en valeurs mobilières est la protection des intérêts des actionnaires de la société visée. Un objectif secondaire est de fournir un cadre réglementaire dans lequel les offres publiques peuvent se dérouler ouvertement et

⁹ *Ibid.*, par. 3.10.

équitablement. Les règles ne doivent favoriser ni l'initiateur ni la direction de la société visée, mais doivent laisser la décision aux actionnaires de la société visée et les mettre en mesure de prendre une décision éclairée. Les autorités canadiennes en valeurs mobilières s'inquiètent du fait que certaines mesures de défense peuvent avoir pour effet d'empêcher les actionnaires de prendre une telle décision et de porter atteinte au caractère ouvert de la procédure de l'offre publique¹⁰. »

L'Avis 62-202 indique en outre ce qui suit :

« Dans l'appréciation d'une offre publique, il est possible que les intérêts de la direction de la société visée soient différents de ceux des actionnaires [...] Les autorités canadiennes en valeurs mobilières considèrent que les enchères faites sans entrave donnent les meilleurs résultats dans les offres publiques d'achat et elles sont peu disposées à intervenir dans le déroulement d'offres contestées. Cependant, elles entendent prendre les mesures voulues lorsqu'elles ont connaissance de mesures de défense qui risquent d'empêcher les actionnaires de répondre à une offre, notamment concurrente¹¹. »

En 1987, Stanley M. Beck, président de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (la « **CVMO** »), a expliqué en six maximes la philosophie réglementaire sur laquelle repose l'Avis 62-202¹² :

- [Traduction] « Les offres publiques d'achat jouent un rôle important dans l'économie, pour des raisons aussi bien économiques que juridiques¹³. »;
- [Traduction] « La direction de la société visée se trouve en conflit d'intérêts lorsqu'elle doit répondre à une OPA hostile¹⁴. »;
- [Traduction] « L'objectif premier de la législation sur les OPA est la protection des intérêts légitimes des actionnaires de la société visée. Un objectif secondaire est d'assurer la neutralité réglementaire entre l'initiateur et la direction de la société visée¹⁵. »;
- [Traduction] « Les actionnaires de la société visée ont le droit de prendre leur propre décision à l'égard d'une OPA. La direction de la société visée n'a aucune raison valable de les priver (unilatéralement) de ce droit; de fait, ses motivations n'entrent pas en ligne de compte¹⁶. »;
- [Traduction] « L'approche que devraient privilégier les autorités de réglementation à l'égard des OPA est d'encourager les enchères sans entrave¹⁷. »;
- [Traduction] « Il ne convient pas d'établir un ensemble de règles précises pour régir la conduite des administrateurs de la société visée, outre les devoirs fiduciaires qui leur sont

¹⁰ Ci-dessus, note 1, paragraphe 2 de l'article 1.1.

¹¹ Ci-dessus, note 1, paragraphes 1 et 5 de l'article 1.1.

¹² S. M. Beck et R. Wildeboer, « National Policy 38 as a Regulator of Defensive Tactics », dans *Meredith Memorial Lectures*, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 1987.

¹³ *Ibid.*, p. 122.

¹⁴ *Ibid.*, p. 123.

¹⁵ *Ibid.*

¹⁶ *Ibid.*, p. 125.

¹⁷ *Ibid.*, p. 130.

imposés par le droit des sociétés. Toutefois, même en l'absence de règles précises, on peut présumer de ce qui est convenable et de ce qui ne l'est pas¹⁸. ».

Les autorités ont interprété cette philosophie réglementaire en considérant a priori que, si un régime de droits a pour effet de priver les porteurs de leur droit de répondre à une OPA ou l'entrave de façon générale, il doit faire l'objet d'une interdiction d'opérations. Il ne s'agit pas de savoir *si* le régime de droits doit être abandonné, mais *quand* il doit l'être.

Dans l'affaire *Canadian Jorex Ltd.*¹⁹ (« **Jorex** »), le conseil d'administration de Jorex a adopté un régime de droits tactique en réponse à une OPA non sollicitée lancée par Mannville Oil & Gas Ltd. (« **Mannville** ») sans obtenir au préalable l'approbation des actionnaires. Peu après, une offre concurrente a été présentée par Canadian Trans Arctic & Southern International Corp., et le conseil de Jorex a appuyé cette offre. La CVMO a conclu qu'il était improbable que l'adoption du régime de droits entraîne une bonification de l'offre de Mannville ou incite d'autres initiateurs à participer aux enchères. Par conséquent, elle a prononcé une interdiction d'opérations à l'encontre du régime de droits afin de permettre aux actionnaires de décider quelle offre accepter.

Dans sa décision, la CVMO n'a pas tenu compte de nombreux enjeux secondaires, comme la question de savoir si le conseil d'administration avait agi au mieux des intérêts de Jorex ou s'il aurait dû prendre d'autres mesures pour obtenir l'approbation du régime par les actionnaires. La seule question à trancher pour la CVMO était de savoir :

[Traduction] « [...] si le régime de droits avait eu l'effet escompté, c'est-à-dire s'il avait favorisé les enchères sur Jorex, et s'il devait, à l'égard de l'offre de Mannville, cesser d'opérer pour permettre aux actionnaires de décider de l'offre qu'ils préféreraient accepter (à supposer qu'ils veuillent en accepter une des deux)²⁰. »

La CVMO a conclu que le régime de droits avait eu l'effet escompté en suscitant une offre supérieure et qu'il n'avait désormais plus d'utilité. Comme elle l'a indiqué dans sa décision, [Traduction] « il vient un moment où la pilule doit cesser de produire ses effets²¹. ».

Bien que la jurisprudence canadienne sur les régimes de droits aille majoritairement dans le même sens que la décision rendue dans Jorex, les décisions rendues par l'Alberta Securities Commission (l'« **ASC** ») et la CVMO ces dernières années traduisent une position plus nuancée. Dans les affaires *Pulse Data Inc.*²² (« **Pulse Data** ») et *Neo Material Technologies Inc.*²³ (« **Neo** »), l'ASC et la CVMO, respectivement, ont conclu qu'un régime de droits pouvait demeurer valide face à une OPA non sollicitée s'il était démontré que les actionnaires avaient approuvé le régime en toute connaissance de cause.

¹⁸ *Ibid.*, p. 134.

¹⁹ (1992) 15 OSBC 257.

²⁰ *Ibid.*, par. 4.

²¹ *Ibid.*

²² (2007) ABASC 895.

²³ (2009), 32 OSCB 6941.

Dans l'affaire Neo, la CVMO a par ailleurs indiqué que :

[Traduction] « [...] le régime de droits a sa raison d'être tant qu'il continue de permettre à la direction et au conseil d'administration de la société visée de remplir leur obligation fiduciaire²⁴ ».

Dans l'affaire Pulse Data, l'ASC a exprimé sa réticence :

[Traduction] « [...] à s'ingérer dans une décision du conseil d'administration de Pulse, qui a l'obligation fiduciaire d'agir au mieux des intérêts des actionnaires de Pulse, d'autant plus que les actionnaires viennent tout juste d'approuver la décision en toute connaissance de cause²⁵ ».

Cependant, la position adoptée par les commissaires saisis des affaires Neo et Pulse Data n'a pas été suivie dans les décisions subséquentes. Dans l'affaire *Baffinland Iron Mines Corporation*²⁶ (« **Baffinland** »), la CVMO a prononcé une interdiction d'opérations à l'égard du régime de droits adopté par le conseil d'administration de Baffinland, bien qu'il ait reçu l'approbation des actionnaires en réaction à l'offre non sollicitée de Nunavut Iron Ore Acquisition Inc. La CVMO a pris en considération l'approbation des actionnaires, mais a jugé que cet élément n'était pas suffisant pour maintenir le régime de droits.

Dans l'affaire *Lions Gate Entertainment Corp.*²⁷ (« **Lions Gate** »), la British Columbia Securities Commission (la « **BCSC** ») a suivi le même raisonnement et a prononcé une interdiction d'opérations à l'égard du régime de droits adopté en réponse à l'offre non sollicitée d'Icahn Partners une semaine avant l'assemblée des actionnaires convoquée pour examiner le régime.

Les motifs de la majorité, dans la décision de la BCSC, soulignent que le fait que les actionnaires approuvent un régime de droits en toute connaissance de cause ne saurait priver un actionnaire en particulier de son droit de déposer ses actions en réponse à une OPA non sollicitée. En l'absence de toute tentative de la société visée d'accroître la valeur pour les actionnaires en obtenant la bonification de l'offre, la présentation d'une offre concurrente ou la réalisation d'une autre opération, le maintien du régime de droits ne sert qu'à empêcher les actionnaires d'accepter ou de rejeter l'offre. La BCSC a indiqué que l'Avis 62-202 sous-entendait que les régimes de droits ne constituent qu'une mesure temporaire.

En revanche, la commissaire minoritaire dans *Lions Gate*²⁸ a adopté une position plus nuancée et factuelle, en concluant que, si un régime de droits a été approuvé par les actionnaires, la décision du conseil d'administration de ne pas envisager d'autres opérations ne devait pas automatiquement conduire à une interdiction d'opérations à l'égard du régime de droits. Elle a déclaré que les autorités devraient envisager la question de l'intérêt public dans une perspective globale et tenir compte des intérêts à long terme de l'ensemble des actionnaires.

²⁴ *Ibid.*, par. 144.

²⁵ Ci-dessus, note 22, par. 101.

²⁶ (2010), 33 OSCB 10957.

²⁷ 2010 BCSECCOM 233 et 2010 BCSECCOM 432.

²⁸ 2010 BCSECCOM 494.

Les décisions rendues dans les affaires Neo et Pulse Data ainsi que les motifs de la commissaire minoritaire dans l'affaire Lions Gate devraient ouvrir la voie aux autorités pour réévaluer l'incidence de la plupart des décisions rendues selon les indications contenues dans l'Avis 62-202, qui ont essentiellement eu pour effet d'empêcher les administrateurs et les dirigeants d'envisager d'autres mesures que la vente de la société visée.

2.3 Détails de l'affaire Fibrek

En décembre 2011, Résolu a lancé une OPA non sollicitée en vue d'acquérir la totalité des actions ordinaires de Fibrek (l'« **offre de Résolu** »). Résolu a conclu des conventions de blocage irrévocables avec trois actionnaires importants de Fibrek qui détenaient, avec un autre actionnaire qui appuyait publiquement l'offre de Résolu, environ 50,7 % des actions ordinaires de Fibrek. L'un de ces actionnaires, Fairfax Financial Holdings Limited (« **Fairfax** »), était également un initié à l'égard de Résolu, dont il détenait environ 18 % des actions ordinaires.

Le conseil d'administration de Fibrek a recommandé aux actionnaires de rejeter l'offre de Résolu et adopté un régime de droits. Résolu a demandé au Bureau de décision et de révision (le « **Bureau** ») de prononcer une ordonnance d'interdiction d'opérations à l'égard du régime de droits, ce qu'il a fait le 9 février 2012.

Le 10 février 2012, le conseil de Fibrek a annoncé qu'il avait négocié avec Mercer International Inc. (« **Mercer** ») les modalités d'une offre supérieure (l'« **offre de Mercer** »), qui prévoyait le placement privé auprès de Mercer de bons de souscription lui permettant d'acquérir 32 320 000 actions ordinaires de Fibrek (le « **placement privé** »). Le placement privé était nécessaire à la réussite de l'offre de Mercer, car, en raison du nombre d'actions verrouillées en réponse à l'offre de Résolu aux termes des conventions de blocage irrévocables, il était improbable que l'offre de Mercer connaisse une issue favorable, même à un prix supérieur. L'offre de Mercer bonifiée par la suite représentait une prime de 40 % par rapport à l'offre de Résolu.

Résolu a ensuite demandé au Bureau d'interdire les opérations dans le cadre du placement privé. Le Bureau a accédé à sa demande le 23 février 2012. Il a interprété les indications de l'Avis 62-202 et statué que, même si le conseil a le devoir de maximiser la valeur pour les actionnaires, il revient aux actionnaires de décider d'accepter ou de rejeter l'offre. Le Bureau a conclu qu'au moment du placement des bons de souscription auprès de Mercer, les porteurs de la majorité des actions de Fibrek s'étaient engagés à déposer leurs actions en réponse à l'offre de Résolu. Il a déclaré que le placement privé était abusif. Dans sa décision, il a longuement considéré les intérêts des actionnaires qui avaient conclu des conventions de blocage irrévocables. À cet égard, certains observateurs ont fait remarquer qu'il n'a pas pris en considération le fait que Fairfax se trouvait en conflit d'intérêts, étant actionnaire à la fois de la société visée et de l'initiateur.

Bien que les administrateurs semblent avoir pleinement rempli leur obligation fiduciaire envers la société sans apparence de conflit et dans l'intérêt de tous les actionnaires, l'interdiction d'opérations frappant le placement privé a mis un terme aux enchères et empêché les

actionnaires minoritaires de Fibrek de décider de l'offre à accepter et de profiter de l'offre supérieure de Mercer.

Les commentaires formulés sur cette décision soulignent la nécessité de réévaluer sans plus attendre notre cadre réglementaire pour tenir compte de toutes les mesures de défense.

3. Analyse

Sous la présente rubrique, nous exposons les raisons pour lesquelles, selon nous, il y a lieu de réviser le régime des OPA et les indications contenues dans l'Avis 62-202 afin de les adapter aux réalités actuelles du marché.

Nos principales préoccupations à l'égard du régime actuel des OPA et de l'interprétation de l'Avis 62-202 sont de trois ordres.

En premier lieu, nous estimons que le régime des OPA est devenu trop favorable aux initiateurs, ce qui contrevient à son objectif de préserver la neutralité entre les initiateurs, d'une part, et le conseil d'administration et la direction des sociétés visées, d'autre part.

En second lieu, les indications contenues dans l'Avis 62-202 limitent la capacité du conseil d'administration et de la direction des sociétés visées par une OPA non sollicitée d'envisager d'autres mesures que la vente de la société, même si ces mesures pourraient maximiser la valeur pour les porteurs de titres à long terme.

En dernier lieu, nous sommes d'avis que le régime des OPA est structurellement coercitif parce que les porteurs sont obligés d'agir individuellement. Ils se sentent parfois contraints de déposer leurs titres en réponse à une offre qu'ils n'approuvent pas ou de les vendre sur le marché pour ne pas être laissés pour compte, notamment si l'initiateur renonce à la condition de dépôt minimal pour pouvoir prendre livraison des titres déposés et les régler.

Nous estimons que ces préoccupations commandent que les autorités examinent les orientations réglementaires pour déterminer l'approche adéquate à adopter en matière de réglementation des mesures de défense. Selon nous, l'approche actuelle ne cadre plus avec le contexte juridique et économique ni avec les pratiques du marché entourant les OPA non sollicitées.

La protection des intérêts des porteurs des sociétés visées est un principe de base du régime des OPA et constitue le fondement de l'Avis 62-202, lequel vise à répondre au problème crucial qui se pose lorsque les intérêts du conseil d'administration et de la direction de la société visée ne correspondent pas à ceux des porteurs de titres et que le conseil et la direction prennent des mesures de défense qui privent les porteurs de leur droit de répondre à une offre.

En 1987, M. Stanley Beck a indiqué ce qui suit :

[Traduction] « dans le contexte d'une OPA, le conflit d'intérêts dans lequel se trouve la direction est [...] indéniable. Il va sans dire que des emplois et des carrières sont souvent en jeu²⁹. »

Bien que cette situation soulève encore aujourd'hui des préoccupations légitimes pour les autorités, nous pensons que l'interprétation actuelle de l'Avis 62-202 n'a pas pour seul effet d'assurer des enchères ouvertes et équitables, puisqu'elle entraîne presque inmanquablement la vente des sociétés.

Afin de rétablir la neutralité entre les initiateurs et le conseil d'administration des sociétés visées, nous préconisons une solution qui atténuerait le caractère coercitif du régime des OPA et manifesterait envers les administrateurs la déférence appropriée dans l'exécution de leur obligation fiduciaire.

Une telle déférence supposerait de prendre des mesures de gestion des conflits d'intérêts et de faire preuve de la compétence et des aptitudes nécessaires dans l'exécution de l'obligation de diligence, notamment par la tenue de délibérations rigoureuses et informées.

3.1 Rôle des administrateurs

Nous avons examiné le rôle incombant aux administrateurs de sociétés en vertu de la *Loi canadienne sur les sociétés par actions*³⁰ (la « **LCSA** ») et de la *Loi sur les sociétés par actions du Québec*³¹ (la « **LSAQ** ») lors de l'étude de modifications de structure comme la modification du capital-actions³², la fusion³³, la prorogation³⁴, la vente de la totalité ou de la quasi-totalité des biens de la société³⁵ et la conclusion d'un arrangement³⁶.

Les porteurs élisent les administrateurs avec la conviction que ceux-ci s'acquitteront de leur obligation avec diligence et loyauté. Pour s'acquitter de leur obligation de diligence, les administrateurs doivent posséder le niveau de compétence et d'aptitude nécessaire à l'exercice de leurs fonctions. Pour s'acquitter de leur obligation de loyauté, ils doivent agir avec intégrité, de bonne foi et au mieux des intérêts de la société. Que la décision à prendre concerne les affaires quotidiennes de la société, une modification fondamentale dans ses activités, un projet de fusion ou d'acquisition ou une OPA amicale ou non sollicitée, l'obligation des administrateurs demeure la même.

Les lois sur les sociétés attribuent au conseil d'administration la responsabilité première de surveiller les opérations fondamentales qui modifient la structure et les activités de la société, comme une fusion ou la vente de la totalité des actifs. Certaines de ces opérations visent à effectuer un changement de contrôle. Toutefois, à la différence d'une OPA, elles ne sont

²⁹ Ci-dessus, note 12, p. 123.

³⁰ L.R.C., 1985, ch. C-44.

³¹ L.R.Q., c. S-31.1.

³² Art. 90 et 91 de la LSAQ et art. 173 de la LCSA.

³³ Art. 276 de la LSAQ et art. 181 de la LCSA.

³⁴ Art. 288, 289 et 290 de la LSAQ et art. 187 de la LCSA.

³⁵ Art. 271 et 272 de la LSAQ et art. 189 de la LCSA.

³⁶ Art. 414 à 420 de la LSAQ et art. 192 de la LCSA.

soumises à l’approbation des porteurs que si elles ont d’abord reçu l’aval du conseil. Les OPA sont, quant à elles, présentées directement aux porteurs, et le rôle des administrateurs se limite à en évaluer les modalités, à recommander aux porteurs de les accepter ou de les rejeter et à communiquer les motifs de leur recommandation.

Dans notre régime actuel, en raison de l’interprétation de l’Avis 62-202, les administrateurs ne disposent pas des outils nécessaires pour donner suite à leur recommandation, sauf dans le cas de la vente aux enchères de la société visée. Afin de rétablir la neutralité voulue entre les initiateurs, d’une part, et le conseil d’administration des sociétés visées, d’autre part, il faudrait selon nous revoir le rôle que le régime actuel permet aux administrateurs de jouer dans les OPA.

3.2 Déférence à l’égard des décisions du conseil d’administration des sociétés visées

Lorsqu’une société est la cible d’une OPA non sollicitée, les autorités interprètent généralement l’Avis 62-202 de façon à encourager les enchères au bénéfice des porteurs. Cependant, l’arrêt rendu par la Cour suprême du Canada dans l’affaire BCE est venu clarifier les obligations des administrateurs quand une société est « mise en jeu ».

L’obligation fiduciaire des administrateurs

« [...] est un concept large et contextuel. Elle ne se limite pas à la valeur des actions ou au profit à court terme. Dans le contexte de la continuité de l’entreprise, cette obligation vise les intérêts à long terme de la société. Son contenu varie selon la situation. Elle exige à tout le moins des administrateurs qu’ils veillent à ce que la société s’acquitte de ses obligations légales, mais, selon le contexte, elle peut aussi englober d’autres exigences. Quoi qu’il en soit, l’obligation fiduciaire des administrateurs est de nature impérative; ils sont tenus d’agir au mieux des intérêts de la société.

[...]

En déterminant ce qui sert au mieux les intérêts de la société, les administrateurs peuvent examiner notamment les intérêts des actionnaires, des employés, des créanciers, des consommateurs, des gouvernements et de l’environnement³⁷. »

La Cour a également déclaré ce qui suit :

« Aucun principe n’établit que les intérêts d’un groupe — ceux des actionnaires, par exemple — doivent prévaloir sur ceux d’un autre groupe³⁸. »

Comme nous l’avons vu, dans certaines décisions récentes, les autorités ont tenté de remettre en cause le paradigme des enchères traditionnelles. Dans l’affaire Pulse Data, qui est antérieure à l’affaire BCE, l’ASC a tenu compte de l’obligation fiduciaire du conseil d’administration de la société visée dans son analyse. Dans l’affaire Neo, la CVMO a fait renvoi à l’affaire BCE en

³⁷ Ci-dessus, note 4, par. 38 et 40.

³⁸ *Ibid.*, par. 84.

invoquant la règle de l'appréciation commerciale et a conclu que rien ne prouvait que la décision du conseil de Neo d'adopter le régime de droits et de ne pas solliciter d'autres offres n'était pas au mieux des intérêts de la société et de ses actionnaires. Dans l'affaire Lions Gate, la commissaire minoritaire a fait valoir que la décision d'un conseil d'administration de ne pas chercher d'autres opérations ne devait pas forcément amener les autorités à prononcer une interdiction d'opérations à l'égard d'un régime de droits.

Les points de vue exprimés dans ces décisions reprennent les principes réitérés dans l'affaire BCE :

« Dans la mesure où il conclut que la décision des administrateurs se situe dans l'éventail des solutions raisonnables qu'ils auraient pu choisir en soupesant des intérêts opposés, le tribunal ne poursuivra pas son examen pour déterminer si cette décision est la solution parfaite³⁹. »

Nous proposons de réévaluer le rôle des administrateurs dans les OPA non sollicitées en manifestant la déférence appropriée envers les mesures et décisions qu'ils prennent. Pour ce faire, nous proposons d'examiner le contexte dans lequel les OPA se déroulent, la procédure suivie par les administrateurs et les motifs de leur recommandation aux porteurs. Le fait que le conseil d'administration et ses conseillers indépendants mettent en œuvre effectivement des mesures de protection appropriées et veillent à leur application devrait fournir l'assurance raisonnable que les décisions des administrateurs ne sont pas entachées de conflits d'intérêts.

3.3 Normes de gouvernance et intervention des porteurs de titres

Depuis la publication de l'Avis 62-202, les normes de gouvernance se sont grandement améliorées, ce qui a réduit le risque de conflit d'intérêts au sein des conseils d'administration et des directions. Par ailleurs, le droit des sociétés procure aux porteurs de titres des outils dont ils se servent de plus en plus souvent pour défendre efficacement leurs intérêts. Par conséquent, les mesures et décisions des administrateurs sont plus que jamais scrutées à la loupe.

3.3.1 Évolution de la gouvernance et des recours

Il convient de reconnaître que des améliorations considérables ont été apportées aux normes de gouvernance depuis 1986.

Le « rapport Dey »⁴⁰, publié en 1994 et formulant 14 lignes directrices sur les meilleures pratiques des conseils d'administration, a été la première avancée en matière de réforme des normes de gouvernance.

Donnant suite au rapport Dey et mis en œuvre en 2005, le *Règlement 58-101 sur l'information concernant les pratiques en matière de gouvernance*⁴¹ et l'*Instruction générale 58-201 relative à*

³⁹ *Ibid.*, par. 112.

⁴⁰ Peter Day, comité sur la gouvernance d'entreprise au Canada, Bourse de Toronto, *Where Were the Directors* (Toronto, 1994).

⁴¹ C. V-1.1, r. 32.

la gouvernance⁴² ont accru la transparence quant à la nature et à la pertinence des pratiques de gouvernance des émetteurs. Le *Règlement 52-110 sur le comité d'audit*⁴³ a établi, entre autres, les critères d'indépendance des administrateurs qui siègent au comité d'audit.

Le *Règlement 61-101 sur les mesures de protection des porteurs minoritaires lors d'opérations particulières*⁴⁴ (le « **Règlement 61-101** ») et les textes qu'il a remplacés ont institutionnalisé le rôle des comités indépendants dans l'examen des opérations entraînant des conflits d'intérêts, en vertu de la législation en valeurs mobilières. Le Règlement 61-101 impose des exigences supplémentaires, comme l'obligation d'obtenir l'approbation des porteurs minoritaires et l'avis d'administrateurs indépendants dans le cas d'une OPA faite par un initié ou d'une opération avec une personne apparentée nécessitant la tenue d'un scrutin.

L'incidence du Règlement 61-101 sur les pratiques entourant les opérations est perceptible. Les administrateurs indépendants, avec l'aide de conseillers juridiques et financiers indépendants, prennent couramment part à des opérations de fusion ou d'acquisition qui comportent un risque de conflit d'intérêts pour les administrateurs. De même, le conseil d'administration des sociétés visées s'en remet régulièrement à des comités indépendants ou spéciaux pour obtenir une évaluation indépendante des offres et, au final, aider les porteurs de la société visée à prendre la décision de les accepter ou de les rejeter.

La Bourse de Toronto a récemment modifié son *Guide à l'intention des sociétés* afin d'exiger que les porteurs élisent chaque année les administrateurs individuellement et que les émetteurs inscrits indiquent dans leur circulaire de sollicitation de procurations s'ils ont adopté une politique sur l'élection des administrateurs à la majorité et, dans la négative, de décrire leurs pratiques en la matière ou de donner la raison pour laquelle ils n'ont pas adopté de politique.

Par ailleurs, en 2003, un grand nombre d'investisseurs institutionnels se sont mobilisés pour créer la Coalition canadienne pour une saine gestion des entreprises (CCGG) afin de promouvoir de bonnes pratiques de gouvernance au sein des sociétés dans lesquelles ils investissent. Leurs efforts ont mené à des améliorations concrètes des pratiques de gouvernance. De plus, des organismes comme l'Institut des administrateurs de sociétés, le Collège des administrateurs de sociétés et d'autres programmes de formation conçus presque exclusivement pour les administrateurs contribuent aujourd'hui à former les administrateurs et à les sensibiliser à leur obligation de rendre compte de leurs actes.

En outre, les lois canadiennes sur les sociétés fournissent aux actionnaires des mécanismes efficaces pour discipliner les administrateurs et les dirigeants. Les actionnaires qui détiennent un certain pourcentage des actions comportant droit de vote d'une société peuvent exiger la convocation d'une assemblée extraordinaire des actionnaires à n'importe quelle fin⁴⁵, y compris pour révoquer les administrateurs⁴⁶ et proposer de nouveaux candidats en vue de l'élection des administrateurs⁴⁷. Les lois canadiennes confèrent également aux actionnaires le droit de

⁴² Décision 2005-PDG-0363, 2005-11-15.

⁴³ C. V-1.1, r. 28.

⁴⁴ C. V-1.1, r. 33.

⁴⁵ Art. 208 de la LSAQ et art. 143 de la LCSA.

⁴⁶ Art. 144 de la LSAQ et art. 109 de la LCSA.

⁴⁷ Art. 198 de la LSAQ et art. 137 de la LCSA.

s'adresser aux tribunaux en cas d'abus, si les administrateurs se montrent injustes à leur égard en leur portant préjudice dans l'exercice de leurs pouvoirs⁴⁸.

Enfin, les propositions soumises par les actionnaires au cours des dernières années ont entraîné des changements importants dans les pratiques de gouvernance, comme en témoignent par exemple les politiques de vote consultatif sur la rémunération adoptées par certains des grands émetteurs canadiens.

3.3.2 *Activisme actionnarial*

Les porteurs sont de plus en plus au fait des outils à leur disposition pour discipliner le conseil d'administration et la direction. Ils cherchent davantage à se faire entendre et à exprimer leur désaccord avec le conseil et la direction, et les courses aux procurations sont devenues partie intégrante des marchés des capitaux canadiens. Les fonds spéculatifs et les autres investisseurs institutionnels qui possèdent des participations, des connaissances et des ressources importantes sont désormais des intervenants actifs sur ces marchés.

On estime qu'au cours de chacune des cinq dernières années, plus de 20 courses aux procurations ont été lancées en moyenne au Canada. Les porteurs de titres interviennent de plus en plus activement pour discipliner les sociétés sous-performantes et se posent ainsi en représentants motivés d'un groupe diversifié de porteurs.

Chez Chemin de fer Canadien Pacifique Limitée (le « **CP** ») et Magna International Inc. (« **Magna** »), l'intervention des actionnaires a récemment porté ses fruits.

La campagne menée par Bill Ackman contre les administrateurs du CP par le truchement de sa société de fonds spéculatifs Pershing Square Capital Management LP a produit des résultats concrets. Cinq administrateurs du CP ont quitté leur poste avant l'assemblée générale annuelle des actionnaires, au cours de laquelle les actionnaires du CP ont voté pour l'élection des candidats proposés par Ackman, avec l'appui du Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario et de l'Office d'investissement du régime de pensions du Canada.

À l'assemblée annuelle de 2011 de Magna, les investisseurs institutionnels se sont « abstenus » de voter pour les trois administrateurs qui formaient le comité indépendant chargé d'examiner le plan d'arrangement devant éliminer les actions à droits de vote multiples de Magna. Ils ont par ailleurs demandé que les résultats du vote soient rendus publics, notamment en intentant une poursuite devant la Cour supérieure de justice de l'Ontario. En conséquence, ces trois administrateurs n'ont pas tenté de se faire réélire à l'assemblée annuelle de 2012.

Enfin, il n'est pas inutile de mentionner que deux actionnaires importants de Rona inc. (« **Rona** »), la Caisse de dépôt et placement du Québec et Invesco Canada Ltée, ont récemment réussi à imposer plusieurs changements dans la composition du conseil d'administration, notamment la nomination d'un nouveau président du conseil. Ces changements ont été apportés après que Lowe's Companies, Inc. eut annoncé son intention de prendre le contrôle de Rona, soulignant ainsi la sous-performance de cette société au cours des dernières années.

⁴⁸ Art. 450 de la LSAQ et art. 241 de la LCSA.

L'intensification de l'activisme actionnarial indique clairement que les porteurs se prévalent des moyens à leur disposition pour affronter les administrateurs, et il est fort probable que cette tendance se maintiendra.

3.4 Pouvoir d'influence notable des fonds spéculatifs et des autres arbitragistes sur la vente des sociétés visées

Sous le régime actuel des OPA, l'initiateur d'une offre peut imposer plusieurs conditions, généralement à son avantage. Il n'est tenu de prendre livraison des titres déposés en réponse à son offre et de les régler que si les conditions sont remplies ou qu'il y renonce. Il est difficile de prévoir l'issue de l'OPA au moment où elle est lancée, le degré d'imprévisibilité étant tributaire du nombre de conditions rattachées à l'offre et de leur nature. Le nombre minimal de titres devant être déposés par les porteurs de la société visée est considéré comme l'une des principales conditions de toute offre.

Depuis toujours, cette imprévisibilité a une incidence sur les porteurs des sociétés visées. Dans certains cas, elle influe sur leur décision de conserver leurs titres jusqu'à la clôture de l'OPA. Ceux qui décident de ne pas conserver leurs titres les vendent.

La vente et l'achat de titres de la société visée sur le marché après l'annonce d'une OPA, souvent à un prix inférieur au prix d'offre, ne sont pas des phénomènes nouveaux. Cependant, au cours de la dernière décennie, il s'est accentué avec l'émergence des fonds spéculatifs et des autres arbitragistes. Certains observateurs ont constaté que le volume des opérations sur les actions des sociétés visées connaît une augmentation pouvant atteindre 40 % dans les cinq jours qui suivent l'annonce d'une OPA, bien souvent indépendamment de toute indication préliminaire que le conseil d'administration de la société visée acceptera l'offre et avant que celui-ci ne formule sa recommandation officielle.

Le résultat imprévisible d'une OPA est exacerbé par l'effet coercitif du régime des OPA. Cet effet confère à l'initiateur d'une OPA non sollicitée un avantage stratégique sur les porteurs de la société visée, qui sont obligés de prendre individuellement la décision de déposer ou non leurs titres en réponse à l'offre. Les porteurs se sentent parfois contraints de déposer leurs titres en réponse à une offre qu'ils n'approuvent pas ou de les vendre sur le marché pour ne pas être laissés pour compte, notamment si l'initiateur renonce à la condition de dépôt minimal pour pouvoir prendre livraison des titres déposés et les régler. C'est également le cas lors des offres partielles, à la suite desquelles la probabilité de se retrouver avec une participation négligeable dans la société est plus élevée.

Dans le contexte réglementaire actuel, les fonds spéculatifs et les autres arbitragistes qui acquièrent des titres de sociétés visées sur le marché se positionnent de manière à influencer fortement le résultat des offres et s'assurer que ces sociétés sont vendues à l'initiateur initial ou à un initiateur subséquent qui offre une contrepartie supérieure. Ces investisseurs acquièrent les titres des sociétés visées dans une perspective de placement à court terme et se soucient peu des intérêts de ces sociétés. De manière générale, ils déposent leurs titres nouvellement acquis dans

l'intention d'obtenir le prix le plus élevé possible ou votent contre tout régime de droits tactique adopté par le conseil d'administration des sociétés visées qui pourrait retarder, voire compromettre, la réalisation de leurs profits. Aussi est-il peu probable que ces investisseurs appuient les mesures proposées par les administrateurs dans l'exécution de leur obligation fiduciaire, si ce n'est une vente aux enchères qui se solde par la vente de ces sociétés.

4. Solution envisagée dans le cadre de la proposition de l'Autorité

L'un des principes importants sous-tendant le régime des OPA est de ne favoriser ni les initiateurs ni le conseil d'administration et la direction des sociétés visées. Toutefois, comme nous l'avons vu, l'interprétation actuelle de l'Avis 62-202 mène presque inévitablement à la vente aux enchères des sociétés visées. Notre régime des OPA est donc trop favorable aux initiateurs.

La proposition de l'Autorité vise principalement à rétablir l'équilibre réglementaire entre les initiateurs d'OPA non sollicités et le conseil d'administration des sociétés visées et à actualiser l'encadrement réglementaire des OPA pour tenir compte du contexte juridique et économique ainsi que des pratiques du marché qui les entourent. Nous proposons donc de réexaminer l'approche actuellement adoptée à l'égard des mesures de défense dans l'Avis 62-202 et d'apporter deux changements importants à notre régime des OPA.

4.1 Modification de l'Avis 62-202

Notre régime des OPA repose sur le principe selon lequel une OPA est une offre faite directement aux porteurs de titres et que c'est à eux que revient la décision de l'accepter ou non. Dans ce contexte, les administrateurs ne peuvent pas adopter de mesures de défense qui priveraient les porteurs de la possibilité de déposer leurs titres en réponse à une offre. Par conséquent, l'interprétation de l'Avis 62-202 manifeste peu de déférence envers les administrateurs dans l'exécution de leur obligation fiduciaire lorsqu'ils adoptent une mesure de défense.

L'Avis 62-202 précise ce qui suit :

« Dans l'appréciation d'une offre publique, il est possible que les intérêts de la direction de la société visée soient différents de ceux des actionnaires. »

Cette possibilité existait lors de la publication de l'Avis 62-202 et existe toujours. Cependant, nous estimons que si la question des conflits d'intérêts était réglée, il faudrait manifester la déférence appropriée envers la façon dont le conseil d'administration remplit son obligation fiduciaire et adopte des mesures de défense pouvant contribuer à maximiser la valeur des sociétés et, au final, la valeur pour les porteurs.

Nous croyons que les autorités devraient considérer que les mesures de défense ne sont pas préjudiciables à l'intérêt public et limiter leur intervention en conséquence, à moins que les porteurs ne se trouvent privés de leur droit d'examiner une offre faite de bonne foi parce que le conseil n'a pas géré adéquatement les conflits d'intérêts des administrateurs ou des dirigeants, et

sauf circonstances exceptionnelles où il y a violation manifeste des droits des porteurs ou atteinte au bon fonctionnement des marchés des capitaux.

Nous sommes également d'avis qu'il serait approprié de tenir compte notamment de certains faits pour établir si la démarche adoptée par le conseil d'une société visée pour proposer ou mettre en œuvre une mesure de défense est raisonnable. Il pourrait s'agir par exemple de ce qui suit :

- la création d'un comité spécial composé d'administrateurs indépendants ayant pour mandat d'examiner l'offre et de formuler une recommandation au conseil d'administration;
- la nomination de conseillers financiers et juridiques indépendants pour aider le comité spécial à remplir son mandat;
- la conclusion du comité spécial et du conseil d'administration selon laquelle il ressort de l'examen de l'offre et des conseils des conseillers juridiques et financiers qu'il est au mieux des intérêts de la société de mettre en œuvre une mesure de défense;
- l'exhaustivité de l'information fournie aux porteurs dans la circulaire des administrateurs et dans tout autre type de communication utilisé par les administrateurs de la société visée sur la démarche suivie pour formuler leur recommandation et les motifs à l'appui de la mesure de défense.

Les indications proposées compléteraient la compétence et les aptitudes dont les administrateurs sont censés faire preuve lorsqu'ils s'acquittent de leur obligation de diligence, notamment en menant des délibérations rigoureuses et informées.

L'établissement d'une instruction générale peut répondre de façon satisfaisante au problème des opérations intéressées et des conflits d'intérêts, et les autorités peuvent, dans l'exercice de leur compétence en matière d'intérêt public, remettre en question les actes des conseils d'administration qu'elles jugent abusifs. La décision de la CVMO dans l'affaire *Magna International Inc.*⁴⁹ traduit notre position et contient également un récapitulatif de la jurisprudence pertinente :

[Traduction] « Nous ne sommes pas principalement habilités à établir si les administrateurs se sont acquittés de leur obligation fiduciaire dans le cadre d'une opération donnée. La Commission a toutefois, dans plusieurs décisions où elle a mis en œuvre sa compétence en matière d'intérêt public ou d'autres dispositions de la législation en valeurs mobilières ontarienne applicable, considéré le rôle du conseil d'administration ou d'un comité d'administrateurs indépendants dans l'examen et l'approbation d'une opération ou d'une question ainsi que la procédure suivie à cette fin (voir par exemple *Re Standard Trustco Ltd. et al* (1992), 6 B.L.R. (2d) 241, *YBM*, ci-dessus, *Re Sears Canada*, ci-dessus, *Re AiT Advanced Information Technologies Corp.* (2008), 31 OSCB 712, *Re Rowan* (2008), 31 OSCB 6515 et *Re Neo Material Technologies Inc.* (2009), 32 OSCB 6941). Dans l'affaire *Re Hudbay Minerals Inc.*

⁴⁹ (2011), 34 OSCB 1290.

(2009), 32 OSCB 1044, nous avons indiqué que “ce genre de question ne relève pas uniquement des tribunaux judiciaires”⁵⁰. »

Nous n’ignorons pas qu’une instruction générale ne crée pas d’obligation juridique et que les tribunaux administratifs ne sont pas liés par la règle du précédent. Toutefois, afin d’assurer un certain niveau de prévisibilité aux participants au marché et de bien définir le contexte dans lequel les objectifs réglementaires s’appliquent, nous proposons de remplacer l’Avis 62-202 par une nouvelle instruction générale.

La démarche proposée dans cette nouvelle instruction générale sur les mesures de défense consisterait à manifester la déférence appropriée envers la façon dont le conseil d’administration s’acquitte de son obligation fiduciaire. À cette fin, l’instruction reconnaîtrait explicitement l’obligation fiduciaire dont les administrateurs doivent s’acquitter envers leur société lorsqu’ils réagissent à une OPA non sollicitée et redéfinirait l’intervention des autorités au motif de l’intérêt public selon les paramètres susmentionnés.

4.2 Modification du régime des OPA

Aujourd’hui, les régimes de droits contiennent habituellement des clauses relatives aux « offres permises », qui prévoient notamment une condition irrévocable de dépôt minimal et une prolongation de l’offre après l’annonce publique de la réalisation de la condition de dépôt minimal. Ces clauses visent à atténuer la coercition structurelle de notre régime des OPA.

Cependant, en général, les initiateurs ne se plient pas à ces conditions, qui empêchent la mise en application des régimes de droits. Ils comptent sur le fait que les autorités finiront par prononcer des interdictions d’opérations à l’égard des régimes de droits et que leurs offres resteront ouvertes aux porteurs de titres de la société visée.

Afin d’obliger les initiateurs à respecter ces clauses, nous proposons de les adopter dans notre régime des OPA de façon à les rendre obligatoires pour toutes les offres.

Une condition irrévocable de dépôt minimal pour les offres visant l’ensemble des titres d’une catégorie, et pour les offres partielles, de plus de 50 % des titres en circulation appartenant à des personnes autres que l’initiateur et ses alliés s’apparenterait à un « mécanisme de vote » collectif. Cette condition aurait pour effet d’atténuer, voire d’éliminer, le dépôt sous pression, car l’offre ne peut réussir que si la majorité des porteurs indépendants « votent » en faveur de l’offre, quel que soit le nombre de titres pris en livraison à la fin du processus.

Pour compléter ce « mécanisme de vote », le régime des OPA prévoirait que l’offre doit être prolongée de 10 jours à la suite de l’annonce publique du dépôt de plus de 50 % des titres en circulation appartenant à des personnes autres que l’initiateur et ses alliés.

Cette prolongation permettrait aux porteurs moins avertis ou indécis de tenir compte du dépôt des titres des porteurs qui ont les ressources et l’expertise nécessaires pour évaluer les modalités

⁵⁰ *Ibid.*, par. 198.

de l'offre. Ainsi, les porteurs moins avertis ou indécis ne subiraient aucune pression pour vendre leurs titres sur le marché ou à l'initiateur par crainte de se retrouver minoritaires.

Nous estimons que les deux modifications proposées permettent aux porteurs de « voter », pour ainsi dire, sur une offre donnée et qu'elles remplacent efficacement l'approbation, par les porteurs, d'un régime de droits ou de sa modification, comme le prévoit le projet des ACVM. Elles présentent aussi l'avantage de s'appliquer à toutes les offres, et non seulement à celles qui sont visées par un régime de droits.

Nous sommes d'avis qu'il revient aux autorités de prendre directement des mesures pour corriger les lacunes de notre régime des OPA. Du point de vue réglementaire, la protection des intérêts des porteurs demeurerait l'objectif fondamental de notre régime des OPA et la coercition structurelle serait atténuée. Du point de vue du marché, les initiateurs pourraient être plus enclins à négocier avec le conseil d'administration des sociétés visées ou à offrir un prix supérieur aux porteurs pour assurer la réussite de leur offre.

Consultation

Nous invitons les intéressés à formuler des commentaires généraux sur la proposition de l'Autorité et sur ses effets escomptés ainsi qu'à répondre aux questions suivantes :

1. Si des mesures de protection adéquates sont mises en place pour gérer les conflits d'intérêts et qu'il n'y a ni violation manifeste des droits des porteurs ni atteinte au bon fonctionnement des marchés des capitaux, êtes-vous d'avis que les autorités devraient manifester la déférence appropriée envers le conseil d'administration des sociétés visées dans sa décision d'adopter des mesures de défense?
2. Selon vous, nuirait-on à la capacité des porteurs de titres d'une société visée de déposer leurs titres en réponse à une OPA non sollicitée en manifestant la déférence appropriée envers la façon dont les administrateurs remplissent leur obligation fiduciaire?
3. Les administrateurs devraient-ils, dans l'exercice de leur obligation fiduciaire, avoir la faculté d'adopter un régime de droits ou d'autres mesures de défense pour parer à une OPA non sollicitée?
4. Les autorités devraient-elles fournir des indications sur les mesures de protection appropriées dont l'efficacité est généralement reconnue pour limiter les conflits d'intérêts inhérents des administrateurs placés devant une OPA non sollicitée? Dans l'affirmative, estimez-vous que ces mesures devraient être prévues dans une instruction générale ou dans un règlement?
5. Avez-vous des suggestions de mesures efficaces pour gérer les conflits d'intérêts inhérents des administrateurs?
6. Estimez-vous que les porteurs disposent généralement des outils adéquats pour discipliner les administrateurs?

7. Êtes-vous d'avis que les modifications que nous proposons d'apporter au régime des OPA, soit l'ajout de la condition irrévocable de dépôt minimal et la prolongation de l'offre, contribueraient à permettre aux porteurs des sociétés visées de prendre une décision de vente volontairement, collectivement et sans distorsion?
8. Estimez-vous que la proposition de l'Autorité améliorerait la protection des investisseurs contre les pratiques déloyales, abusives ou frauduleuses et qu'elle contribuerait à l'efficience des marchés des capitaux?
9. Quelles autres modifications devrions-nous apporter à notre régime des OPA pour en corriger les lacunes?

Veillez expliquer vos réponses.

Transmission des commentaires

Nous publions le présent document pour une période de consultation de 90 jours. Veuillez transmettre vos commentaires par écrit à l'adresse ci-dessous au plus tard le 12 juin 2013. Que vous envoyiez vos commentaires par courriel ou non, veuillez joindre un fichier électronique en format Microsoft Word.

Anne-Marie Beaudoin
Secrétaire générale
Autorité des marchés financiers
800, square Victoria, 22^e étage
C.P. 246, tour de la Bourse
Montréal (Québec) H4Z 1G3
Télécopieur : 514-864-6381
Courriel : consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

Nous ne pouvons assurer la confidentialité des commentaires, car nous pourrions publier un résumé des commentaires écrits reçus pendant la période de consultation.

Questions

Pour toute question, veuillez vous adresser à l'une des personnes suivantes :

Sandrine Tremblay
Analyste-expert en financement des sociétés
Autorité des marchés financiers
514-395-0337, poste 4425
sandrine.tremblay@lautorite.qc.ca

Rosetta Gagliardi
Conseillère en réglementation
Autorité des marchés financiers
514-395-0337, poste 4462
rosetta.gagliardi@lautorite.qc.ca