



Canadian Securities
Administrators

Autorités canadiennes
en valeurs mobilières

Avis de consultation des ACVM

Projet de Règlement modifiant le Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat

Projet de modification de l'Instruction générale 62-203 relative aux offres publiques d'achat et de rachat

et

Projet de modifications corrélatives

Le 31 mars 2015

INTRODUCTION

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les **ACVM** ou **nous**) publient pour une période de consultation de 90 jours le projet de *Règlement modifiant le Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat* (le **Règlement 62-104**) et le projet de modification de l'*Instruction générale 62-203 relative aux offres publiques d'achat et de rachat* (l'**Instruction générale 62-203**) (collectivement, le **projet de modification du régime des OPA**).

Actuellement, le Règlement 62-104 régit les offres publiques d'achat (**OPA**) et de rachat dans tous les territoires du Canada, sauf l'Ontario. Dans cette province, la partie XX de la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario (la **Loi de l'Ontario**) et la *Rule 62-504 Take-Over Bids and Issuer Bids* de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (le **Règlement de l'Ontario**) prévoient des obligations essentiellement harmonisées relativement aux OPA et aux offres publiques de rachat. L'Instruction générale 62-203 s'applique dans tous les territoires du Canada. Dans le présent avis, le Règlement 62-104, la Loi de l'Ontario, le Règlement de l'Ontario et l'Instruction générale 62-203 sont collectivement appelés le **régime des OPA**.

La Commission des valeurs mobilières de l'Ontario compte demander des modifications législatives à la Loi de l'Ontario pour permettre l'adoption du Règlement 62-104 dans cette province, dans sa version modifiée par le projet de modification du régime des OPA et le projet de modification relatif au cours (tel qu'il est décrit ci-après) (ce règlement modifié étant désigné comme le **projet de Règlement 62-104**). Le projet d'abrogation du Règlement de l'Ontario et les modifications corrélatives qui sont nécessaires pour permettre l'adoption du projet de Règlement 62-104 en Ontario (le **projet**

d'harmonisation) sont présentés dans une annexe au présent avis publiée dans cette province.

En raison du projet de modification du régime des OPA et du projet d'harmonisation, nous proposons d'apporter des modifications corrélatives à chacun des textes suivants, dans les territoires où ils ont été adoptés (les **modifications corrélatives**) :

- le *Règlement 11-102 sur le régime de passeport* (le **Règlement 11-102**);
- le *Règlement 13-102 sur les droits relatifs aux systèmes de SEDAR et de la BDNI* (le **Règlement 13-102**);
- le *Règlement 43-101 sur l'information concernant les projets miniers* (le **Règlement 43-101**);
- le *Règlement 51-105 sur les émetteurs cotés sur les marchés de gré à gré américains* (le **Règlement 51-105**);
- l'*Instruction générale relative au Règlement 55-104 sur les exigences et dispenses de déclaration d'initié* (l'**Instruction générale 55-104**);
- le *Règlement 61-101 sur les mesures de protection des porteurs minoritaires lors d'opérations particulières* (le **Règlement 61-101**);
- l'*Instruction générale relative au Règlement 61-101 sur les mesures de protection des porteurs minoritaires lors d'opérations particulières* (l'**Instruction générale 61-101**);
- le *Règlement 62-103 sur le système d'alerte et questions connexes touchant les offres publiques et les déclarations d'initiés* (le **Règlement 62-103**).

Par ailleurs, nous proposons d'apporter une modification technique à la signification de l'expression « cours » utilisée dans le Règlement 62-104 (le **projet de modification relatif au cours**) en ce qui concerne les titres acquis dans le cadre d'une offre publique de rachat faite dans le cours normal des activités sur un marché organisé, à l'exception d'une bourse désignée sous le régime de la dispense pour ce type d'offres qui est prévue au sous-paragraphe *c* du paragraphe 3 de l'article 4.8 de ce règlement.

Le texte du projet de modification du régime des OPA, du projet de modification relatif au cours et des modifications corrélatives est publié avec le présent avis et est également affiché sur le site Web des membres des ACVM, notamment les suivants :

www.lautorite.qc.ca
www.albertasecurities.com
www.bsc.bc.ca
www.msc.gov.mb.ca
www.gov.ns.ca/nssc

OBJET DU PROJET DE MODIFICATION DU RÉGIME DES OPA

1. Survol du projet de modification du régime des OPA

De façon générale, le projet de modification du régime des OPA devrait améliorer la qualité et l'intégrité de ce régime et rééquilibrer la dynamique actuelle entre l'initiateur, le conseil d'administration de l'émetteur visé (le **conseil de l'émetteur visé**) et les porteurs de l'émetteur visé des façons suivantes : *i*) en permettant aux porteurs des émetteurs visés de prendre des décisions volontaires, éclairées et coordonnées concernant le dépôt de leurs titres et *ii*) en accordant au conseil de l'émetteur visé plus de temps et de latitude pour répondre à une OPA.

Plus précisément, le projet de modification du régime des OPA prévoit que toute OPA non dispensée doit :

- 1) donner lieu au dépôt de plus de 50 % des titres en circulation de la catégorie visée par l'offre, à l'exclusion des titres dont l'initiateur ou toute personne agissant de concert avec lui a la propriété véritable ou sur lesquels il exerce une emprise (**l'obligation de dépôt minimal**);
- 2) être prolongée par l'initiateur de 10 jours supplémentaires après que l'obligation de dépôt minimal a été respectée et que toutes les autres conditions de l'offre ont été remplies ou ont fait l'objet d'une renonciation (la **prolongation obligatoire de 10 jours**);
- 3) être maintenue pendant un délai minimal de dépôt de 120 jours, sauf si l'un des événements suivants survient :
 - a*) le conseil de l'émetteur visé indique, dans un communiqué, un délai de dépôt abrégé d'au moins 35 jours qu'il juge acceptable, auquel cas toutes les OPA simultanées doivent être maintenues au moins pendant ce délai;
 - b*) l'émetteur publie un communiqué indiquant qu'il a convenu de conclure ou décidé de réaliser une opération de remplacement, auquel cas toutes les OPA simultanées doivent être maintenues pendant un délai de dépôt d'au moins 35 jours (le **délai obligatoire de 120 jours**).

Nous proposons également des modifications d'autres aspects du régime des OPA qui se rapportent à ces modifications principales.

2. *Objectifs du projet de modification du régime des OPA*

1) *Obligation de dépôt minimal*

L'obligation de dépôt minimal instaure une norme obligatoire d'acceptation par la majorité des porteurs pour l'ensemble des OPA, qu'elles visent la totalité ou seulement une partie des titres en circulation. L'objectif de cette norme est d'empêcher la prise de contrôle ou l'acquisition d'une participation donnant le contrôle de l'émetteur visé au moyen d'une OPA sans l'appui de la majorité des porteurs indépendants si l'initiateur choisit, à un moment ou à un autre, de renoncer à sa condition de dépôt minimal (s'il y en a une) et de mettre fin à son offre en prenant livraison d'un nombre inférieur de titres, ce qui est actuellement possible.

Cette obligation donne la possibilité aux porteurs d'agir collectivement en réponse à une OPA, un peu comme s'ils votaient sur l'offre. Sous le régime des OPA actuel, il leur est difficile d'agir ainsi lorsque l'initiateur d'une OPA non sollicitée peut abréger le délai minimal de dépôt ou y renoncer et ainsi les pousser à déposer leurs titres de crainte de manquer l'occasion et de se retrouver avec des titres d'une société contrôlée. Jumelée à la prolongation obligatoire de 10 jours, l'obligation de dépôt minimal vise à atténuer ce phénomène du « dépôt sous pression ».

2) *Prolongation obligatoire de 10 jours*

La prolongation obligatoire de 10 jours vise à donner aux porteurs d'un émetteur visé qui n'ont pas déposé leurs titres en réponse à l'OPA l'occasion de le faire après que la majorité des porteurs indépendants a déposé les siens et que le succès de l'offre est garanti.

À l'heure actuelle, l'initiateur n'est pas tenu de prolonger son offre après avoir pris livraison des titres de l'émetteur visé, et aucun mécanisme officiel ne permet aux porteurs d'agir de façon coordonnée dans le contexte de l'offre. En conséquence, les porteurs prennent la décision de déposer leurs titres sans savoir ce que les autres porteurs feront, tout en sachant que l'initiateur peut toujours choisir de renoncer à sa condition de dépôt minimal (s'il y en a une) et mettre fin à son offre en prenant livraison d'un nombre inférieur de titres, ce qui modifie le contrôle de l'émetteur. Cette situation peut donner lieu à des « dépôts sous pression » ou avoir un effet coercitif du fait que les porteurs peuvent déposer leurs titres en réponse à l'OPA ou les vendre sur le marché non pas parce qu'ils appuient l'offre, mais plutôt parce qu'ils ne veulent pas être laissés pour compte si l'initiateur obtient suffisamment de titres auprès des autres porteurs.

L'obligation de prolongation de 10 jours répond aux préoccupations soulevées par le « dépôt sous pression » en protégeant la capacité du porteur de déposer ses titres, qu'il appuie ou non l'offre initiale. Par ailleurs, en atténuant la dynamique de coercition du processus de dépôt, cette obligation améliore la qualité et l'intégrité de la décision collective de la majorité des porteurs d'approuver ou non l'offre.

3) *Délai obligatoire de 120 jours*

Le délai obligatoire de 120 jours vise à accorder au conseil de l'émetteur visé une plus longue période fixe pour étudier une OPA et y répondre. Actuellement, le régime des OPA impose un délai minimal de dépôt de 35 jours. Lorsque le conseil a adopté un régime de droits des porteurs (un **régime de droits**) en vue d'empêcher la réalisation d'une offre après 35 jours, les autorités en valeurs mobilières prononcent généralement une interdiction d'opérations à l'égard de celui-ci de 45 à 60 jours après le lancement de l'offre.

Le délai obligatoire de 120 jours répond aux préoccupations exprimées par certains intervenants en réaction à la proposition des ACVM et à celle de l'Autorité (voir ci-dessous) sur le fait que le conseil de l'émetteur visé n'a pas suffisamment de temps pour répondre à une OPA non sollicitée en prenant des mesures appropriées, comme la recherche de solutions de rechange pour maximiser la valeur ou la formulation d'une opinion sur le bien-fondé de l'offre.

Nous proposons néanmoins deux exceptions importantes au délai obligatoire de 120 jours.

La première exception proposée s'applique si le conseil de l'émetteur visé publie un communiqué à propos d'une OPA projetée ou lancée indiquant un délai de dépôt en réponse à l'offre d'au moins 35 jours qu'il juge acceptable. Dans ce cas, le régime des OPA prévoit que le délai minimal de dépôt relatif à l'offre visée doit être égal au moins au nombre de jours à compter de la date de l'offre qui est indiqué dans le communiqué, au lieu de 120 jours à compter de cette date. Cette exception vise à permettre d'abrèger le délai de dépôt lorsque le conseil de l'émetteur visé n'a pas besoin d'un long délai pour répondre à l'offre.

Cependant, pour empêcher le traitement discriminatoire et inégal des offres concurrentes sous le régime des OPA, si le conseil de l'émetteur visé publie un communiqué indiquant un délai de dépôt abrégé relativement à une offre, toutes les autres offres en cours et subséquentes, y compris les offres non sollicitées, sont aussi assujetties à ce délai plutôt qu'au délai minimal de dépôt de 120 jours. Quoi qu'il en soit, aucune offre ne pourrait être maintenue pendant moins de 35 jours.

La deuxième exception proposée s'applique si l'émetteur publie un communiqué annonçant qu'il a convenu de conclure ou décidé de réaliser une « opération de remplacement » (c'est-à-dire, de manière générale, un plan d'arrangement ou une opération de changement de contrôle semblable devant être approuvée par les porteurs). Dans ce cas, le délai minimal de dépôt pour toute OPA en cours ou subséquentes lancées avant la réalisation de l'opération de remplacement doit être d'au moins 35 jours, au lieu de 120 jours, à compter de la date de l'offre. Cette exception vise à éviter le traitement inégal des initiateurs lorsqu'une opération de changement de contrôle approuvée par le conseil doit être réalisée au moyen d'une « opération de remplacement » plutôt que par la voie d'une OPA « amicale ». Par ailleurs, puisque le délai minimal de dépôt de 120 jours vise à accorder plus de temps au conseil de l'émetteur visé pour répondre à une offre non

sollicitée, il n'est pas nécessaire de l'appliquer lorsque le conseil a déjà décidé qu'une opération de remplacement est appropriée.

Si l'initiateur abrège le délai initial de dépôt, en réaction à un communiqué relatif au délai de dépôt ou à une opération de remplacement, l'offre devrait être maintenue pendant au moins 10 jours après la date de l'avis de modification concernant l'abrègement du délai de dépôt.

Le délai obligatoire de 120 jours ne s'applique pas aux offres publiques de rachat; le délai minimal de dépôt est maintenu à 35 jours pour ce type d'offre.

CONTEXTE

Propositions antérieures

Le 14 mars 2013, les ACVM ont publié pour consultation le projet de *Règlement 62-105 sur les régimes de droits des porteurs* et le projet d'*Instruction générale relative au Règlement 62-105 sur les régimes de droits des porteurs* (ensemble, la « **proposition des ACVM** »). L'Autorité des marchés financiers (l'« **Autorité** »), tout en participant à la publication pour consultation de la proposition des ACVM, a publié simultanément un document de consultation intitulé *Un regard différent sur l'intervention des autorités en valeurs mobilières dans les mesures de défense* (la « **proposition de l'Autorité** »).

Les deux propositions visaient à répondre, par des moyens différents, aux préoccupations soulevées par la manière actuelle dont les ACVM révisent les mesures de défense que le conseil des émetteurs visés adopte en réaction à une OPA non sollicitée ou « hostile », ou en prévision d'une telle offre.

Proposition des ACVM

L'objet de la proposition des ACVM était d'instaurer une réglementation des régimes de droits adoptés par le conseil des émetteurs visés en réponse aux OPA non sollicitées ou en prévision de celles-ci. Elle aurait consisté à permettre au conseil de l'émetteur visé de maintenir un régime de droits en réaction à une OPA non sollicitée s'il avait été approuvé à la majorité des voix rattachées aux titres de capitaux propres ou comportant droit de vote de l'émetteur (à l'exclusion de ceux qui appartiennent à l'initiateur et à ses alliés), soit en réaction à l'OPA, soit lors de la dernière assemblée annuelle de l'émetteur.

Proposition de l'Autorité

La proposition des ACVM ne portait que sur le recours aux régimes de droits par le conseil des émetteurs visés, tandis que la proposition de l'Autorité abordait des questions plus fondamentales concernant la réglementation des mesures de défense au Canada, y compris le rôle du conseil de l'émetteur visé réagissant aux OPA non sollicitées. Selon la description, elle visait à corriger le déséquilibre structurel entre les initiateurs et le conseil des émetteurs visés ainsi qu'à actualiser l'encadrement réglementaire des OPA pour tenir compte du contexte juridique et économique actuel et des pratiques du marché concernant les OPA non sollicitées.

La proposition de l'Autorité mettait de l'avant deux changements visant à répondre aux préoccupations soulevées par l'approche réglementaire actuelle à l'égard des mesures de défense. Tout d'abord, l'Autorité préconisait de remplacer l'*Avis 62-202 relatif aux mesures de défense contre une offre publique d'achat* (l'« **Avis 62-202** ») par une nouvelle instruction générale qui aurait reconnu l'obligation fiduciaire dont le conseil d'administration doit s'acquitter envers l'émetteur visé lorsqu'il réagit à une OPA non sollicitée. Cette nouvelle instruction aurait limité l'intervention des autorités en valeurs mobilières aux cas dans lesquels les porteurs se trouvent privés de leur droit de considérer une offre faite de bonne foi parce que le conseil de l'émetteur visé n'a pas géré adéquatement ses conflits d'intérêts, et à ceux où il y a violation manifeste des droits des porteurs ou atteinte au bon fonctionnement des marchés des capitaux.

L'Autorité proposait également de modifier le régime des OPA pour imposer une condition de dépôt minimal de plus de 50 % de tous les titres de l'émetteur visé en circulation qui appartiennent à d'autres personnes que l'initiateur et ses alliés ou sont détenus par de telles personnes, de même qu'une prolongation obligatoire de l'offre de 10 jours à la suite de l'annonce de la réalisation de la condition de dépôt minimal afin de donner aux porteurs restants l'occasion de déposer leurs titres.

Commentaires du public sur les propositions

La consultation sur la proposition des ACVM et celle de l'Autorité a pris fin le 12 juillet 2013. Nous avons reçu 72 mémoires de divers participants au marché, notamment des émetteurs, des investisseurs institutionnels, des associations sectorielles et des cabinets d'avocats, qui ont exprimé une grande diversité d'opinions sur les deux propositions. De nombreux intervenants ont présenté des commentaires de fond, des informations et d'autres pistes de réflexion qui se sont révélés utiles. Nous remercions tous les intervenants de leur participation.

Des résumés des commentaires généraux sur la proposition des ACVM et sur celle de l'Autorité sont présentés, respectivement, aux Annexes A.1 et A.2 du présent avis.

Projet de modification du régime des OPA

Le 11 septembre 2014, nous avons publié l'*Avis 62-306 des ACVM, Le point sur le projet de Règlement 62-105 sur les régimes de droits des porteurs et sur le document de consultation de l'Autorité, Un regard différent sur l'intervention des autorités en valeurs mobilières dans les mesures de défense* (l'**Avis 62-306**).

Comme l'indiquait cet avis, à la lumière des commentaires sur la proposition des ACVM et celle de l'Autorité et après mûre réflexion et analyse, les ACVM ont décidé de proposer des modifications du régime des OPA pour instaurer une autre approche harmonisée de réglementation. Pour le moment, les ACVM n'envisagent aucune modification aux dispenses actuelles relativement aux OPA ni à l'*Avis 62-202*.

RÉSUMÉ ET EXPLICATION DU PROJET DE MODIFICATION DU RÉGIME DES OPA

Le projet de modification du régime des OPA introduit de nouvelles obligations importantes et modifie les processus de réalisation des OPA. On trouvera ci-après une explication du régime des OPA actuel et du projet de modification du régime des OPA sur les sujets suivants :

1. Délais de dépôt
2. Obligation de dépôt minimal
3. Délai obligatoire de 120 jours
4. Modifications de l'offre
5. Changements dans l'information relative à une offre
6. Prise de livraison et règlement
7. Droits de révocation

En élaborant le projet de modification du régime des OPA, nous avons tenté, dans la mesure possible, de conserver la structure actuelle de la partie 2 du Règlement 62-104, qui comprend des dispositions combinées portant à la fois sur les OPA et sur les offres publiques de rachat.

Sauf indication contraire, les articles mentionnés dans la présente partie sont ceux du Règlement 62-104 et du projet de modification du régime des OPA.

1. Délais de dépôt

a) Régime des OPA actuel

À l'heure actuelle, le régime des OPA prévoit un délai de dépôt d'au moins 35 jours à compter de la date de l'offre et une prolongation de ce délai en cas de modification des conditions de l'offre, sous réserve d'exceptions limitées. À l'extérieur de ces paramètres, l'initiateur peut, s'il le juge nécessaire ou souhaitable, prolonger son offre, du moment qu'il se conforme aux dispositions en matière de prise de livraison et de règlement du régime des OPA en cas de prolongation après que toutes les conditions de l'offre ont été remplies ou ont fait l'objet d'une renonciation.

b) Projet de modification du régime des OPA

Le projet de modification du régime des OPA instaurera trois délais de dépôt distincts relativement à une OPA : *i)* un délai initial de dépôt; *ii)* une prolongation obligatoire de 10 jours si certaines conditions sont remplies; et *iii)* des délais de dépôt supplémentaires lorsque l'initiateur prolonge volontairement son offre après l'expiration de la prolongation obligatoire de 10 jours.

i) Délai initial de dépôt

Le délai initial de dépôt est le délai au cours duquel des titres peuvent être déposés en réponse à une OPA, à l'exclusion de la prolongation obligatoire de 10 jours ou de toute

prolongation ultérieure. Le délai initial de dépôt comprend toute prolongation par l'initiateur qui peut être nécessaire pour satisfaire à l'obligation de dépôt minimal ou à toute autre condition de l'offre avant la prolongation obligatoire de 10 jours. Le délai initial de dépôt doit à tout le moins respecter le délai obligatoire de 120 jours. Le projet de modification du régime des OPA prévoit que l'initiateur ne peut prendre livraison des titres déposés en réponse à son offre que lorsque le délai obligatoire de 120 jours a été respecté, que toutes les conditions de l'offre ont été remplies ou ont fait l'objet d'une renonciation et que l'obligation de dépôt minimal a été remplie. Si l'offre ne respecte pas ces trois obligations à la date de clôture fixée par l'initiateur, ce dernier ne peut prendre livraison des titres déposés en réponse à l'offre et doit déterminer s'il souhaite prolonger (de nouveau) le délai initial de dépôt ou retirer son offre.

ii) Prolongation obligatoire de 10 jours

La prolongation obligatoire de 10 jours s'applique si, à l'expiration du délai initial de dépôt, le délai obligatoire de 120 jours a été respecté, que toutes les conditions de l'offre ont été remplies ou ont fait l'objet d'une renonciation et que l'obligation de dépôt minimal a été remplie. Une fois ces conditions remplies, l'initiateur doit prendre immédiatement livraison de tous les titres déposés en réponse à l'offre (sous réserve d'une exception limitée pour les OPA partielles). Le projet de modification du régime des OPA prévoit que l'initiateur doit publier et déposer, dès le début de la prolongation obligatoire de 10 jours, un communiqué comprenant l'information prescrite.

La prolongation obligatoire de 10 jours (telle qu'énoncée dans la proposition de l'Autorité) est une caractéristique courante des régimes de droits prévoyant une clause relative aux « offres permises¹ », et de nombreux intervenants l'appuient.

iii) Prolongation subséquente et restrictions sur la prolongation

Le projet de modification du régime des OPA permet qu'une OPA qui n'est pas une OPA partielle soit prolongée de nouveau après l'expiration de la prolongation obligatoire de 10 jours.

Selon le projet de modification du régime des OPA, une OPA partielle ne peut être prolongée après l'expiration de la prolongation obligatoire de 10 jours. Puisqu'une OPA partielle vise un nombre fixe de titres et qu'une obligation de réduction proportionnelle s'applique, l'initiateur aura effectivement obtenu le nombre minimum de titres souhaité en réponse à l'offre avant le début de la prolongation obligatoire de 10 jours, et le nombre de titres dont il prend livraison n'augmentera pas en raison du dépôt de titres pendant ce délai. Toujours selon le projet de modification du régime des OPA, pour permettre l'application de la prolongation obligatoire de 10 jours, l'initiateur d'une OPA partielle peut reporter la prise de livraison et le règlement d'une tranche des titres déposés jusqu'à

¹ De façon générale, un régime de droits prévoit les conditions auxquelles l'initiateur peut faire une « offre permise » aux porteurs de l'émetteur visé sans en déclencher l'application : *i*) il doit maintenir son offre pendant un délai minimum (habituellement 60 jours), *ii*) il n'est autorisé à acquérir des titres en vertu de l'offre que si la majorité des titres d'autres personnes ont été déposés, et *iii*) il est tenu de prolonger son offre de 10 jours supplémentaires suivant la prise de livraison des premiers titres.

l'expiration de ce délai, où le facteur de réduction proportionnelle peut être calculé de façon appropriée. Toute prolongation d'une OPA partielle après l'expiration de la prolongation obligatoire de 10 jours serait superflue.

2. Obligation de dépôt minimal

a) Régime des OPA actuel

À l'heure actuelle, le régime des OPA n'impose pas d'obligation de dépôt minimal. L'initiateur peut choisir de présenter une offre conditionnelle au dépôt d'un certain pourcentage de titres. Il peut toutefois renoncer à cette condition. Indépendamment de toute obligation prévue par le régime des OPA, l'émetteur visé peut également adopter un régime de droits prévoyant que toute « offre permise » nécessite le dépôt d'au moins 50 % des titres.

b) Projet de modification du régime des OPA

L'obligation de dépôt minimal s'applique à toutes les OPA et l'initiateur ne peut prendre livraison des titres déposés que si cette obligation, entre autres, est respectée.

Le projet d'obligation de dépôt minimal interdit à l'initiateur de prendre livraison des titres déposés en réponse à son offre, à moins que plus de 50 % des titres en circulation de la catégorie visée par l'offre, à l'exclusion des titres dont l'initiateur ou toute personne agissant de concert avec lui a la propriété véritable ou sur lesquels il exerce une emprise, n'aient été déposés.

Voici des exemples de l'application de cette obligation dans divers scénarios. L'expression « initiateur » comprend l'initiateur et tout allié.

Type d'OPA	Pourcentage de titres de l'émetteur visé émis et en circulation qui appartiennent à l'initiateur (à la date de l'offre)	Proportion requise de titres conformément à l'obligation de dépôt minimal
OPA visant tous les titres de l'émetteur visé émis et en circulation (par exemple, 1 000 000 de titres)	0 %	50 % + 1 de tous les titres de l'émetteur visé émis et en circulation (soit 500 001 titres)
OPA visant tous les titres de l'émetteur visé émis et en circulation (par exemple, 1 000 000 de titres)	40 % (soit 400 000 titres)	50 % + 1 des 60 % restants des titres de l'émetteur visé émis et en circulation qui n'appartiennent pas à l'initiateur (soit

		300 001 titres)
OPA partielle visant 25 % de tous les titres de l'émetteur visé émis et en circulation (par exemple, 250 000 des 1 000 000 de titres en circulation)	0 %	50 % + 1 de tous les titres de l'émetteur visé émis et en circulation (soit 500 001 titres) L'initiateur prendra livraison des 25 % voulus des titres de l'émetteur visé émis et en circulation au prorata de tous les titres déposés (soit 250 000 titres)
OPA partielle visant 25 % de tous les titres de l'émetteur visé émis et en circulation (par exemple, 250 000 des 1 000 000 de titres en circulation)	10 % (soit 100 000 titres)	50 % + 1 des 90 % restants des titres de l'émetteur visé émis et en circulation qui n'appartiennent pas à l'initiateur (soit 450 001 titres) L'initiateur prendra livraison des 25 % voulus des titres de l'émetteur visé émis et en circulation qui ne lui appartiennent pas au prorata de tous les titres déposés (soit 250 000 titres)

L'obligation de dépôt minimal n'empêche pas l'initiateur de fixer un seuil de dépôt plus élevé ou d'y renoncer. Cependant, il ne peut prendre livraison des titres déposés en réponse à l'offre tant que l'obligation de dépôt minimal et le délai obligatoire de 120 jours n'ont pas été respectés et que toutes les conditions de l'offre n'ont pas été remplies ou n'ont pas fait l'objet d'une renonciation.

L'obligation de dépôt minimal a été présentée dans la proposition de l'Autorité et appuyée par bon nombre d'intervenants. Son effet n'est pas sans rappeler celui de l'obligation d'approbation des régimes de droits par la majorité des porteurs qui était incluse dans la proposition des ACVM. Nous faisons également remarquer que l'obligation de dépôt minimal est une caractéristique courante des « offres permises » selon les modalités des régimes de droits.

3. Délai obligatoire de 120 jours

a) Régime des OPA actuel

Selon le régime des OPA actuel, l'initiateur doit accorder aux porteurs un délai d'au moins 35 jours à compter de la date de l'offre pour déposer leurs titres (article 2.28) et il ne peut prendre livraison des titres déposés en réponse à l'offre avant l'expiration de ce délai (article 2.29). L'initiateur dont l'offre expire plus de 35 jours après cette date se conforme à ces obligations.

Le délai minimal de dépôt de 35 jours prévu par le régime actuel accorde à tous les porteurs de l'émetteur visé un certain délai pour recevoir de l'information sur l'OPA, en évaluer le bien-fondé et décider s'il convient de déposer leurs titres. Si le porteur de l'émetteur visé dépose ses titres avant l'expiration de ce délai et que toutes les conditions de l'offre sont remplies ou ont fait l'objet d'une renonciation, l'initiateur doit acquérir la totalité des titres qu'il a déposés (sous réserve de la réduction proportionnelle dans le cas d'une OPA partielle) (article 2.32).

b) Projet de modification du régime des OPA

Selon le projet de modification du régime des OPA, le délai minimal de dépôt sera de 120 jours (article 2.28.1), sous réserve des exceptions décrites ci-après.

Nous faisons remarquer que plusieurs intervenants qui ont commenté la proposition des ACVM, celle de l'Autorité ou les deux se sont déclarés en faveur d'un délai minimal de dépôt plus long, de 90 ou 120 jours.

i) Délai minimal de dépôt abrégé — communiqué relatif au délai de dépôt

Selon le projet de modifications du régime des OPA, le conseil de l'émetteur visé a la possibilité de faire passer le délai minimal de dépôt de 120 à 35 jours. Il peut juger souhaitable de procéder ainsi, notamment parce qu'une opération de changement de contrôle qu'il a approuvée et dont la structure s'apparente à celle d'une OPA serait moins expéditive qu'une autre structure, comme un plan d'arrangement réalisé en vertu des lois sur les sociétés, si un délai minimal de dépôt ferme de 120 jours s'appliquait.

Selon le projet de modification du régime des OPA, le délai minimal de dépôt relatif à une OPA peut être abrégé si l'émetteur visé publie un communiqué relatif au délai de dépôt qui indique un délai initial de dépôt d'au plus 120 jours et d'au moins 35 jours acceptable pour son conseil (paragraphe 1 de l'article 2.28.2). Ce délai abrégé devrait être exprimé en nombre de jours (par exemple, 35, 60, 90 jours, etc.) au lieu d'être associé à une date (par exemple, le 1^{er} juillet 2015). Le communiqué relatif au délai de dépôt se rapporte à une OPA projetée ou lancée. Un tel communiqué publié à l'égard d'une éventuelle offre future n'aurait pas pour effet d'abrégé le délai minimal de dépôt relatif à une OPA. Nous proposons de modifier l'Instruction générale 62-203 afin de donner des indications sur le communiqué relatif au délai de dépôt (articles 2.11 et 2.12).

Le projet de modification du régime des OPA prévoit expressément que l'initiateur doit accorder aux porteurs un délai initial de dépôt d'au moins 35 jours à compter de la date de l'offre pour déposer leurs titres et ce, malgré l'abrégement du délai à la suite de la publication d'un communiqué relatif au délai de dépôt (paragraphe 3 de l'article 2.28.2). À notre avis, cette limite est appropriée puisqu'un délai de 35 jours accorde tout de même aux porteurs suffisamment de temps pour obtenir de l'information sur l'OPA, en évaluer le bien-fondé et décider s'il convient de déposer leurs titres.

Si un communiqué relatif au délai de dépôt est publié à propos d'une offre, l'initiateur peut se prévaloir du délai abrégé prévu par le régime en indiquant la date d'expiration la plus rapprochée dans ses documents d'offre (si l'offre est annoncée en même temps que la publication du communiqué ou après celle-ci) ou dans un avis de modification (si l'offre a été lancée avant la publication du communiqué) (paragraphe 1 de l'article 2.12). Nous proposons de modifier l'Instruction générale 62-203 afin de donner des indications sur le délai de dépôt abrégé, notamment dans les autres situations décrites ci-après (article 2.10).

ii) Délai minimal de dépôt abrégé — application aux autres OPA

Si le projet de modification du régime des OPA se veut un moyen d'accorder plus de temps au conseil de l'émetteur visé pour répondre à une OPA non sollicitée et permettre la réalisation rapide d'une offre « amicale », il n'est pas conçu pour donner lieu à un traitement discriminatoire des initiateurs concurrents. Il prévoit donc que, si le conseil de l'émetteur visé publie un communiqué relatif au délai de dépôt indiquant un délai de dépôt abrégé acceptable pour une offre, toutes les autres OPA en cours ou subséquentes, y compris les offres non sollicitées, pourraient également être assujetties à ce délai plutôt qu'au délai minimal de dépôt de 120 jours (paragraphe 2 de l'article 2.28.2). Le fondement de ce mécanisme est semblable à celui qui sous-tend la clause prévoyant que s'il y a renonciation à l'égard d'une offre, il y a également renonciation à l'égard de toutes les autres, que l'on retrouve dans la majorité des régimes de droits renfermant des clauses sur les « offres permises ».

L'initiateur concurrent dont l'offre est en cours au moment de la publication du communiqué relatif au délai de dépôt à l'égard d'une autre offre doit modifier son offre s'il souhaite se prévaloir du délai de dépôt abrégé (paragraphe 1 de l'article 2.12). L'initiateur qui lance une OPA après la publication d'un communiqué à propos d'une autre offre pourrait adopter le délai minimal de dépôt abrégé indiqué, pourvu qu'il la lance avant la clôture de l'offre visée par le communiqué ou de toute autre OPA lancée avant la publication de celui-ci (sous-paragraphe *b* du paragraphe 2 de l'article 2.28.2). Cette limite de l'abrégement du délai, en ce qui concerne les OPA postérieures, vise à établir clairement que le délai de dépôt abrégé ne s'applique qu'aux offres simultanées.

Voici des exemples de l'application des dispositions relatives au délai minimal de dépôt dans divers scénarios.

Publication du communiqué relatif au délai de dépôt	Scénario de l'offre/délai de dépôt abrégé	Résultat
Publication du communiqué relatif au délai de dépôt à propos du projet d'offre A	Le communiqué relatif au délai de dépôt indique un délai minimal de dépôt de 35 jours relativement à l'offre A.	L'offre A est assujettie au délai minimal de dépôt de 35 jours à compter de sa date de lancement.
Publication du communiqué relatif au délai de dépôt à propos de l'offre A déjà lancée	<p>Le communiqué relatif au délai de dépôt indique un délai minimal de dépôt de 35 jours relativement à l'offre A.</p> <p>Une offre B a également été lancée avant la publication du communiqué relatif au délai de dépôt à propos de l'offre A.</p>	<p>Les offres A et B sont toutes deux assujetties au délai minimal de dépôt de 35 jours à compter de leur date de lancement respective.</p> <p>Les initiateurs A et B peuvent modifier leurs offres pour qu'elles expirent au moins 35 jours après leur date de lancement respective (à condition qu'elles n'expirent pas moins de 10 jours après la date de modification).</p>
Publication du communiqué relatif au délai de dépôt à propos de l'offre A déjà lancée	<p>Le communiqué relatif au délai de dépôt indique un délai minimal de dépôt de 35 jours relativement à l'offre A.</p> <p>Une offre C a été lancée après la publication du communiqué relatif au délai de dépôt à propos de l'offre A, mais avant la clôture de celle-ci.</p>	<p>Les offres A et C sont toutes deux assujetties au délai minimal de dépôt de 35 jours à compter de leur date de lancement respective.</p> <p>L'initiateur A peut modifier son offre pour qu'elle expire au moins 35 jours après sa date de lancement (à condition qu'elle n'expire pas moins de 10 jours après la date de modification).</p> <p>L'offre C est assujettie au</p>

		délai minimal de dépôt de 35 jours à compter de sa date de lancement.
--	--	---

iii) Délai minimal de dépôt abrégé — opération de remplacement

Outre les dispositions relatives au délai de dépôt qui assurent le traitement équitable des initiateurs concurrents, nous estimons qu'aucun initiateur ne devrait être désavantagé par rapport à un autre acquéreur éventuel uniquement en raison de la structure de l'opération de changement de contrôle (par exemple, une OPA, par opposition à un plan d'arrangement). Par conséquent, le projet de modification du régime des OPA prévoit que, si un émetteur publie un communiqué annonçant qu'il a convenu de conclure ou décidé de réaliser une « opération de remplacement », le délai minimal de dépôt pour toute OPA en cours ou subséquente (lancée avant la réalisation ou l'abandon de l'opération de remplacement ou la clôture d'une autre OPA en cours) doit être d'au moins 35 jours, et non de 120 jours, à compter de la date de l'offre (article 2.28.3). À notre avis, le conseil de l'émetteur visé qui a déjà convenu de conclure une opération de remplacement n'a pas besoin du délai supplémentaire de 35 à 120 jours pour évaluer une OPA concurrente et y répondre. Le maintien du délai de dépôt de 120 jours aurait pour effet de porter préjudice aux initiateurs existants ou à ceux qui envisagent de faire une offre après l'annonce de l'opération de remplacement.

La notion d'« opération de remplacement » que nous proposons s'inspire principalement de la définition de l'expression « regroupement d'entreprises » prévue actuellement dans le Règlement 61-101, qui est conçue pour englober les autres types d'opérations de changement de contrôle que l'émetteur pourrait convenir de conclure ou amorcer. Par ailleurs, nous proposons que la définition englobe, de la même façon que la législation sur les sociétés par actions, la vente, la location ou l'échange d'un bien par l'émetteur qui requiert l'approbation au moyen d'une résolution extraordinaire. Nous proposons de modifier l'Instruction générale 62-203 afin de donner des indications sur les opérations de remplacement (articles 2.13 et 2.14).

Voici des exemples de l'application des dispositions relatives au délai minimal de dépôt dans divers scénarios comportant une « opération de remplacement ».

Moment de l'annonce de l'opération de remplacement	Résultat
Annnonce de l'opération de remplacement à l'égard de l'émetteur visé après le lancement de l'offre A	L'offre A est assujettie au délai minimal de dépôt de 35 jours à compter de sa date de lancement. L'initiateur A peut modifier son offre pour qu'elle expire au moins 35 jours après sa date de lancement (à condition qu'elle

	n'expire pas moins de 10 jours après la date de modification).
<p>Annnonce de l'opération de remplacement à l'égard de l'émetteur visé avant le lancement de l'offre B</p> <p>L'offre B a été lancée avant la réalisation ou l'abandon de l'opération de remplacement</p>	L'offre B est assujettie au délai minimal de dépôt de 35 jours à compter de sa date de lancement.

iv) *Portée et durée du délai minimal de dépôt abrégé*

Dans les faits, le délai obligatoire de 120 jours est rétabli pour toute nouvelle offre lancée après la clôture de toutes les offres auxquelles les articles 2.28.2 et 2.28.3 s'appliquent et la réalisation ou l'abandon de toute opération de remplacement applicable.

4. Modification de l'offre

a) *Régime des OPA actuel*

À l'heure actuelle, l'initiateur qui modifie son OPA doit publier et déposer un communiqué et envoyer un avis de modification à tous les porteurs visés par l'offre dont les titres n'ont pas fait l'objet d'une prise de livraison avant la date de modification (paragraphe 1 de l'article 2.12). En cas de modification, le délai au cours duquel les titres peuvent être déposés en réponse à l'offre expire au plus tôt le 10^e jour suivant la date de l'avis de modification (paragraphe 3 de l'article 2.12). Nous avons prévu une exception à ces obligations lorsque la modification consiste uniquement en la renonciation à une condition de l'offre et que la contrepartie offerte est en espèces seulement (paragraphe 4 de l'article 2.12).

Par ailleurs, sous le régime des OPA actuel, aucune modification ne peut être apportée à l'offre après l'expiration du délai au cours duquel les titres peuvent être déposés en réponse à celle-ci, sinon la renonciation à une condition pour laquelle l'initiateur a stipulé expressément dans l'offre qu'il peut y renoncer unilatéralement (paragraphe 5 de l'article 2.12).

b) *Projet de modification du régime des OPA*

Dans le cadre du projet de modification du régime des OPA, nous proposons deux changements aux dispositions en matière de modification prévues par le régime actuel.

i) L'abrégement ou la prolongation du délai de dépôt est une modification de l'offre

Tout d'abord, nous avons ajouté du texte confirmant que tout abrégement du délai au cours duquel les titres peuvent être déposés en réponse à une offre conformément à l'article 2.28.2 ou 2.28.3 constitue une modification nécessitant la publication et le dépôt d'un communiqué et l'envoi d'un avis de modification par l'initiateur (paragraphe 1 de l'article 2.12). Cette disposition s'appliquerait lorsque l'initiateur abrège son délai minimal de dépôt après la publication d'un communiqué relatif au délai de dépôt ou en raison de l'annonce de la conclusion d'une « opération de remplacement » par l'émetteur visé. Si l'initiateur modifie son offre en abrégeant le délai de dépôt, le paragraphe 3 de l'article 2.12 prévoit que l'offre ne doit pas expirer moins de 10 jours après la date de l'avis de modification correspondant de l'initiateur. Cela signifie donc que le délai durant lequel les titres peuvent être déposés en réponse à l'offre pourrait devoir être prolongé.

Actuellement, le paragraphe 1 de l'article 2.12 prévoit expressément que la modification d'une offre inclut la prolongation du délai au cours duquel les titres peuvent être déposés. Cette disposition s'appliquerait donc à la prolongation obligatoire de 10 jours prévue au paragraphe *a* de l'article 2.31.1 ou à toute autre prolongation admissible, de sorte que l'initiateur serait tenu de publier et de déposer un communiqué et d'envoyer un avis de modification.

ii) Interdiction de certaines modifications lorsque les conditions de l'offre ont été remplies

Le deuxième changement proposé aux dispositions en matière de modification du régime actuel consiste en l'interdiction expresse de modifier les conditions d'une OPA dès lors que l'initiateur est tenu de prendre livraison des titres (paragraphe 6 de l'article 2.12). Conformément au projet de modification du régime des OPA, l'initiateur doit prendre immédiatement livraison des titres déposés en réponse à son offre si, à l'expiration du délai minimal de dépôt, le délai obligatoire de 120 jours et l'obligation de dépôt minimal ont été respectés et que toutes les conditions de l'offre ont été remplies ou ont fait l'objet d'une renonciation (paragraphe 1 de l'article 2.32.1).

La restriction générale sur les modifications ultérieures au respect de ces obligations vise à empêcher que les porteurs dont les titres déposés ont fait l'objet d'une prise en livraison avant la modification ne subissent un préjudice. Nous proposons toutefois des exceptions à cette restriction pour les modifications suivantes : *i*) la prolongation du délai au cours duquel les titres peuvent être déposés en réponse à l'offre, ou *ii*) l'augmentation de la contrepartie offerte pour les titres de l'émetteur visé.

5. Changements dans l'information relative à l'offre

a) Régime des OPA actuel

Le régime des OPA établit des obligations lorsqu'il se produit un changement dans l'information contenue dans la note d'information, ou dans un avis de changement ou de modification, qui est susceptible d'avoir une incidence sur la décision des porteurs de l'émetteur visé d'accepter et de rejeter l'offre (article 2.11). Le cas échéant, l'initiateur

doit rapidement publier et déposer un communiqué et envoyer un avis de changement à chacun des porteurs à qui l'offre devait être transmise et dont les titres n'ont pas fait l'objet d'une prise de livraison à la date du changement. Cette obligation vise à permettre aux porteurs qui n'ont pas encore déposé leurs titres en réponse à l'offre ou à ceux dont les titres ont été déposés, mais qui n'ont pas fait l'objet d'une prise de livraison, de déterminer si les nouveaux renseignements ont une incidence sur leur décision de déposer leurs titres. Par ailleurs, un porteur peut révoquer le dépôt de ses titres pendant le délai de 10 jours suivant la date de l'avis de changement, à condition que l'initiateur n'en ait pas pris livraison à cette date (article 2.30).

b) Projet de modification du régime des OPA

Nous proposons une nouvelle disposition portant sur les changements dans l'information qui prévoit que si l'initiateur est tenu d'envoyer un avis de changement avant l'expiration du délai initial de dépôt, ce délai expire au plus tôt le 10^e jour suivant la date de l'avis, ce qui signifie qu'il pourrait devoir être prolongé (paragraphe 5 de l'article 2.11). Cette restriction vise à garantir que tous les droits de révocation associés à un avis de changement se sont éteints avant que l'initiateur puisse prendre livraison des titres déposés à l'expiration du délai initial de dépôt (en supposant, par ailleurs, que le délai obligatoire de 120 jours a été respecté, que toutes les conditions de l'offre ont été remplies ou ont fait l'objet d'une renonciation et que l'obligation de dépôt minimal a été remplie). Nous proposons également de modifier l'Instruction générale 62-203 afin de donner plus d'indications sur les changements dans l'information (article 2.15)

À notre avis, cette obligation de prolongation est appropriée puisqu'elle garantit le respect de l'obligation de dépôt minimal dans les cas où les porteurs visés ont bénéficié d'une période suffisante pour examiner l'information contenue dans un avis de changement. Nous croyons également que les porteurs qui ont la possibilité de déposer leurs titres en réponse à une offre au cours de la prolongation obligatoire de 10 jours, après que l'obligation de dépôt minimal et les autres conditions ont été remplies, devraient prendre leur décision de dépôt sans craindre que l'offre échoue en raison de l'exercice de droits de révocation entraînant le non-respect de l'obligation de dépôt minimal.

6. Prise de livraison et règlement

a) Régime des OPA actuel

Les dispositions en matière de prise de livraison et de règlement prévues par le régime actuel offrent un cadre équitable pour la prise de livraison et le règlement en temps opportun des titres déposés en réponse à l'offre.

Le régime actuel prévoit que, si toutes les conditions d'une OPA sont remplies ou ont fait l'objet d'une renonciation, l'initiateur doit prendre livraison des titres déposés en réponse à l'offre et les régler au plus tard 10 jours après la clôture de l'offre (ou à une date plus rapprochée dans certains cas) (paragraphe 1 de l'article 2.32). L'initiateur ne peut prendre livraison des titres déposés avant l'expiration d'un délai de 35 jours à compter de la date

de l'offre. Il est expressément tenu de régler les titres dont il a pris livraison dès que possible, mais au plus tard le troisième jour ouvrable qui suit (paragraphe 2 de l'article 2.32). Il est par ailleurs tenu de prendre livraison des titres déposés après la date de la première prise de livraison et de les régler au plus tard 10 jours après leur dépôt (paragraphe 3 de l'article 2.32). Il ne peut pas non plus prolonger son offre si toutes les conditions de l'offre ont été remplies ou ont fait l'objet d'une renonciation, à moins de prendre d'abord livraison de tous les titres déposés et non retirés (paragraphe 4 de l'article 2.32).

Le régime des OPA actuel prévoit des exceptions aux dispositions en matière de prise de livraison et de règlement pour les OPA partielles. L'article 2.26 prévoit que, si le nombre de titres déposés en réponse à une OPA partielle excède la quantité demandée ou acceptée, l'initiateur procède à une réduction proportionnelle du nombre de titres déposés par chaque porteur. Cette mesure vise à garantir que tous les porteurs qui déposent leurs titres en réponse à une OPA partielle sont traités équitablement, et non à permettre à l'initiateur de prendre livraison du nombre souhaité de titres de l'émetteur visé selon le principe du premier arrivé, premier servi ou de façon arbitraire parmi les titres déposés. Pour permettre le traitement proportionnel des porteurs, l'initiateur est tenu, dans les délais stipulés, de ne prendre livraison que du nombre maximal autorisé sans contrevenir à l'obligation de réduction proportionnelle à la clôture de l'offre (paragraphe 5 de l'article 2.32).

b) Projet de modification du régime des OPA

i) Interdiction de prendre livraison des titres déposés tant que les conditions ne sont pas remplies

Selon le projet de modification du régime des OPA (article 2.29.1), l'initiateur ne peut prendre livraison de titres déposés en réponse à son offre que si les conditions suivantes ont été remplies :

a) 120 jours, ou le nombre de jours établi conformément à l'article 2.28.2 ou 2.28.3, se sont écoulés depuis la date de l'offre;

b) toutes les conditions de l'offre ont été remplies ou ont fait l'objet d'une renonciation;

c) plus de 50 % des titres en circulation de la catégorie visée par l'offre, à l'exclusion des titres dont l'initiateur ou toute personne agissant de concert avec lui a la propriété véritable ou sur lesquels il exerce une emprise, ont été déposés en réponse à l'offre et non retirés.

ii) Obligation de prendre livraison des titres déposés et de les régler

Nous proposons que si, à l'expiration du délai initial de dépôt, *i)* le délai obligatoire de 120 jours a été respecté, *ii)* toutes les conditions de l'offre ont été remplies ou ont fait l'objet d'une renonciation, et *iii)* l'obligation de dépôt minimal a été remplie, l'initiateur doit prendre immédiatement livraison des titres déposés en réponse à l'offre

(paragraphe 1 de l'article 2.32.1). Comme on le verra ci-après, une exception à cette obligation générale est prévue pour les OPA partielles.

iii) Dispositions générales en matière de prise de livraison et de règlement

À l'instar du régime actuel, le projet de modification du régime des OPA prévoit que l'initiateur doit régler les titres dont il a pris livraison le plus tôt possible, mais au plus tard le troisième jour ouvrable qui suit (paragraphe 2 de l'article 2.32.1).

L'initiateur prend livraison des titres déposés en réponse à une OPA (autre qu'une OPA partielle) pendant la prolongation obligatoire de 10 jours ou toute prolongation ultérieure et les règle au plus tard 10 jours après leur dépôt (paragraphe 3 de l'article 2.32.1). Dans le cas d'une OPA qui n'est pas une OPA partielle, il ne peut pas non plus prolonger son offre après l'expiration de la prolongation obligatoire de 10 jours, à moins de prendre d'abord livraison de tous les titres déposés en réponse à l'offre (paragraphe 4 de l'article 2.32.1).

iv) OPA partielles

Comme sous le régime actuel, l'initiateur d'une OPA partielle doit prendre livraison des titres déposés au prorata lorsque leur nombre excède la quantité demandée ou acceptée. Le projet de modification du régime des OPA dispense l'initiateur d'une OPA partielle de l'obligation générale de prendre immédiatement livraison de tous les titres déposés si, à l'expiration du délai initial de dépôt, les conditions de l'offre déterminées au paragraphe 1 de l'article 2.32.1 sont remplies. L'initiateur n'est tenu de prendre livraison, au moment en question, que du nombre maximal de titres dont il peut prendre livraison sans contrevenir à l'obligation de réduction proportionnelle (paragraphe 6 de l'article 2.32.1). Le projet de modification du régime des OPA prévoit par ailleurs que l'initiateur d'une OPA partielle doit prendre livraison des titres déposés pendant le délai initial de dépôt, mais dont il n'a pas pris livraison conformément au paragraphe 6 de l'article 2.32.1, ainsi que de ceux déposés pendant la prolongation obligatoire de 10 jours, au prorata, au plus tard le jour suivant l'expiration de ce délai (paragraphe 7 de l'article 2.32.1). Les OPA partielles ne peuvent être prolongées au-delà de l'expiration de la prolongation obligatoire de 10 jours.

7. Droits de révocation

a) Régime des OPA actuel

Le régime des OPA prévoit que le porteur peut révoquer le dépôt de ses titres en réponse à l'offre dans les délais suivants : *a)* avant la prise de livraison des titres par l'initiateur, *b)* avant l'expiration d'un délai de 10 jours à compter de la date d'un avis de changement ou de modification (sous réserve de certaines exceptions), ou *c)* si l'initiateur n'a pas réglé les titres, dans les 3 jours ouvrables suivant la prise de livraison (paragraphe 1 de l'article 2.30).

b) *Projet de modification du régime des OPA*

i) Suspension des droits de révocation dans les OPA partielles

Le projet de modification du régime des OPA prévoit de nouvelles restrictions sur les droits de révocation dans les OPA partielles.

L'initiateur doit prendre livraison des titres déposés en réponse à une OPA partielle au prorata. Selon le projet de modification du régime des OPA, il ne serait pas en mesure de déterminer le nombre exact de titres dont il peut prendre livraison au prorata, auprès des porteurs ayant déposé leurs titres à l'expiration du délai initial de dépôt, parce que d'autres titres pourraient être déposés pendant la prolongation obligatoire de 10 jours. L'initiateur d'une OPA partielle doit déterminer la tranche des titres déposés en réponse à l'offre à l'expiration du délai initial de dépôt dont il est tenu de prendre livraison sans contrevenir à l'obligation de réduction proportionnelle (paragraphe 1 et 6 de l'article 2.32.1). En revanche, il devra reporter la prise de livraison d'au moins un certain nombre de titres déposés jusqu'à l'expiration de la prolongation obligatoire de 10 jours, où le facteur de réduction proportionnelle pourra être enfin déterminé. Ainsi, un certain nombre de titres déposés en réponse à une OPA partielle favorable ayant rempli l'obligation de dépôt minimal et toutes les autres conditions prévues au paragraphe 1 de l'article 2.32.1 demeureraient assujettis à des droits de révocation parce que l'initiateur n'en a pas pris livraison ou qu'un avis de changement a été publié après l'expiration du délai initial de dépôt, mais avant la prise de livraison des titres déposés à l'expiration de la prolongation obligatoire de 10 jours. À notre avis, cette issue ne serait pas compatible avec le projet de modification du régime des OPA, qui impose la prolongation obligatoire d'une OPA partielle à un moment où l'initiateur serait par ailleurs en mesure de prendre livraison des titres et de mener son offre à terme.

Nous proposons de suspendre ou de retirer les droits de révocation des porteurs qui ont déposé leurs titres en réponse à une OPA partielle avant l'expiration du délai initial de dépôt, mais dont l'initiateur n'a pas pris livraison à l'expiration de ce délai conformément à l'exception pour la réduction proportionnelle prévue au paragraphe 6 de l'article 2.32.1. La suspension des droits de révocation en l'absence de prise de livraison de ces titres et leur retrait en lien avec un avis de changement ou de modification après l'expiration du délai initial de dépôt sont prévus dans les nouvelles dispositions introduites au paragraphe 1.1 et au sous-paragraphe *a.1* du paragraphe 2 de l'article 2.30. À notre avis, ces dispositions sont appropriées puisque le report de la prise de livraison des titres déposés est nécessaire pour que l'initiateur se conforme à l'obligation de réduction proportionnelle et que le porteur qui a déposé ses titres ait par ailleurs la garantie que, en tout état de cause, l'OPA partielle sera réalisée rapidement une fois expirée la prolongation obligatoire de 10 jours. Comme il est indiqué dans la partie « Changements dans l'information relative à l'offre », ci-dessus, nous croyons aussi que les porteurs qui ont la possibilité de déposer leurs titres en réponse à l'offre au cours de la prolongation obligatoire de 10 jours, après que l'obligation de dépôt minimal et les autres conditions ont été remplies, devraient prendre leur décision de dépôt sans craindre que l'offre échoue en raison de l'exercice de droits de révocation entraînant le non-respect de l'obligation de dépôt minimal.

ii) Retrait des droits de révocation à l'égard de certaines modifications

Le régime des OPA prévoit que le porteur peut révoquer le dépôt de ses titres en tout temps avant l'expiration d'un délai de 10 jours à compter de la date de l'avis de changement ou de modification. Ce droit de révocation ne s'applique pas dans les cas suivants : *a)* l'initiateur a déjà pris livraison des titres, ou *b)* la modification se limite à une surenchère et à une prolongation du délai de dépôt (d'au plus 10 jours suivant la date de l'avis de modification), ou à une renonciation à au moins une des conditions dans le cas où la contrepartie offerte pour les titres de l'émetteur visé est en espèces seulement (paragraphe 2 de l'article 2.30).

Nous proposons que le droit de révocation relatif à l'avis de modification ne s'applique pas à la modification des conditions d'une OPA *qui est apportée après l'expiration du délai initial de dépôt* si elle consiste en *l'un ou l'autre* des éléments suivants : *i)* l'augmentation de la contrepartie offerte pour les titres visés par l'offre, ou *ii)* la prolongation du délai de dépôt d'au plus 10 jours après la date de l'avis de modification (disposition *iii* du sous-paragraphe *b* du paragraphe 2 de l'article 2.30). À notre avis, l'augmentation de la contrepartie ou une prolongation limitée du délai de dépôt après que toutes les conditions de l'offre prévues au paragraphe 1 de l'article 2.32.1 ont été remplies (par exemple, la prolongation obligatoire de 10 jours) ne justifie pas que les porteurs jouissent d'un droit de révocation, d'autant plus que le régime des OPA exige par ailleurs la prise de livraison et le règlement en temps opportun des titres déposés.

MODIFICATIONS CORRÉLATIVES

Sauf indication contraire ci-après, les modifications corrélatives actualisent les renvois à certains articles et règlements pour tenir compte du projet d'harmonisation.

Nous proposons d'apporter certaines modifications corrélatives à l'Instruction générale 62-203 afin de donner des indications sur les modifications proposées au Règlement 62-104.

Les modifications corrélatives au Règlement 43-101 viennent préciser que l'obligation prévue à la disposition *ii* du sous-paragraphe *a* du paragraphe 5 de l'article 4.2 de ce règlement, qui consiste à déposer un rapport technique à l'appui des renseignements présentés dans la circulaire des administrateurs, est déterminée par l'expiration du délai initial de dépôt et non par la clôture de l'offre.

La Commission des valeurs mobilières de l'Ontario et l'Autorité des marchés financiers proposent de modifier l'article 4.1 de l'Instruction générale 61-101 pour clarifier que, selon elles, même si le sous-paragraphe *d* du paragraphe 1 de l'article 2.2 du Règlement 61-101 ne fait pas expressément mention de l'Annexe 62-104A1, *Note d'information relative à une OPA*, l'information prévue dans cette annexe est requise pour les offres publiques de rachat.

INCIDENCE PRÉVUE DU PROJET DE MODIFICATION DU RÉGIME DES OPA

Le projet de modification du régime des OPA devrait avoir une incidence dans les domaines suivants :

1. Atténuation des aspects coercitifs du processus de dépôt actuel

- L'obligation de dépôt minimal et la prolongation obligatoire de 10 jours devraient résoudre les problèmes de « dépôt sous pression » et de coercition associés au processus de dépôt actuel. Elles devraient assurer la légitimité des décisions des porteurs de déposer leurs titres.
- La possibilité qu'un initiateur renonce à sa condition de dépôt minimal pourrait amener les porteurs qui ne sont pas favorables à l'offre à déposer leurs titres pour ne pas se retrouver avec des titres moins liquides de l'émetteur visé. L'obligation de dépôt minimal empêcherait cette situation de se produire.

2. Décision collective par la majorité des porteurs

- L'obligation de dépôt minimal garantirait que toute tentative de prise de contrôle d'une société ou d'acquisition d'une participation qui en donne le contrôle ne puisse réussir que moyennant l'approbation sans contrainte de la majorité des porteurs indépendants. Par ailleurs, le délai obligatoire de 120 jours accorderait plus de temps aux porteurs pour étudier l'information sur l'offre.
- L'une des conséquences de l'obligation de dépôt minimal est que les titres déposés par les porteurs minoritaires en réponse à une offre ne feront pas l'objet d'une prise de livraison si les porteurs de la majorité des titres n'appuient pas l'offre.

3. Influence accrue du conseil de l'émetteur visé

- Le délai obligatoire de 120 jours accorderait au conseil de l'émetteur visé plus de temps pour communiquer sa vision de l'émetteur et fournir de l'information sur sa valeur. Le conseil de l'émetteur visé disposerait par ailleurs de plus de temps pour attirer des offres concurrentes ou chercher des solutions de rechange stratégiques pour maximiser la valeur.
- La faculté du conseil de l'émetteur visé d'abrégé le délai minimal de dépôt de 120 jours en publiant un communiqué relatif au délai de dépôt qui indique un délai de dépôt abrégé acceptable pourrait encourager les initiateurs à négocier avec l'émetteur visé.

4. Offres de meilleure qualité

- Les initiateurs pourraient présenter des offres de meilleure qualité pour obtenir l'appui de la majorité des porteurs indépendants.

5. Diminution du nombre d'OPA partielles

- Le projet de modification du régime des OPA pourrait avoir pour effet de réduire le nombre d'OPA partielles puisque celles-ci auraient à respecter l'obligation de dépôt minimal.

AUTRES SOLUTIONS ENVISAGÉES

La proposition des ACVM, celle de l'Autorité et les commentaires reçus à leur égard sont les autres solutions que nous avons envisagées. Le projet de modification du régime des OPA représente désormais l'approche préconisée par les ACVM pour réglementer les OPA.

DOCUMENTS NON PUBLIÉS

Pour rédiger le projet de modification du régime des OPA, nous n'avons utilisé aucune étude ni aucun document ou rapport important non publié.

OBJET DU PROJET DE MODIFICATION RELATIF AU COURS

La dispense pour offre publique de rachat dans le cours normal des activités prévue au sous-paragraphe *c* du paragraphe 3 de l'article 4.8 du Règlement 62-104 (la **dispense pour autres marchés organisés**) exige que la valeur de la contrepartie versée par l'émetteur n'excède pas le « cours » à la date d'acquisition établi conformément à l'article 1.11 de ce règlement. En vertu de la version actuelle de cet article, le « cours » est fixé en fonction de la moyenne du cours de clôture, du cours le plus haut et le plus bas, du cours acheteur de clôture et du cours vendeur de clôture, selon le cas, dans les 20 jours ouvrables précédents. Ainsi, pour se prévaloir de la dispense pour autres marchés organisés, l'émetteur devrait acquérir des titres sur un marché organisé autre qu'une bourse désignée (chacun, un **autre marché organisé**) à un cours représentant la moyenne applicable du cours des titres dans les 20 jours ouvrables précédents, et non au cours actuel des titres. Compte tenu du fait que les titres sont acquis par l'intermédiaire du système de négociation de l'autre marché organisé au cours du marché, il est difficile de voir comment cela serait possible dans les faits.

Le paragraphe 3 de l'article 1.11 du Règlement 62-104, qui s'applique aux acquisitions faites dans le cours normal des activités pendant la durée d'une OPA, donne une autre signification à l'expression « cours », soit le dernier prix auquel une personne n'agissant pas de concert avec l'initiateur a acheté une unité de négociation standard de titres de la même catégorie. L'application de l'obligation relative au « cours » à la dispense pour autres marchés organisés a été introduite en février 2008. Cette obligation devait être le pendant de celle relative aux achats faits dans le cours normal des activités pendant la durée d'une OPA sous le régime d'une dispense. Par conséquent, le projet de

modification relatif au cours vient modifier le paragraphe 3 de l'article 1.11 du Règlement 62-104, de sorte que l'autre signification donnée à l'expression « cours » dans ce paragraphe s'applique aussi à la dispense pour autres marchés organisés.

POINTS D'INTÉRÊT LOCAL

Une annexe au présent avis est publiée dans tout territoire intéressé où des modifications sont apportées à la législation en valeurs mobilières locale, notamment à des avis ou à d'autres documents de politique locaux. Elle contient également toute autre information qui ne se rapporte qu'au territoire intéressé.

CONSULTATION

Nous invitons les personnes intéressées à soumettre des commentaires sur le projet de modification du régime des OPA et à répondre aux questions suivantes :

1. Le projet de modification du régime des OPA prévoit l'abrégement du délai minimal de dépôt si le conseil de l'émetteur visé publie un communiqué relatif au délai de dépôt. Entrevoyez-vous des difficultés associées à l'application du projet de modification du régime des OPA en ce qui a trait au communiqué relatif au délai de dépôt et à la capacité de l'initiateur à réduire le délai initial de dépôt pour son offre à la suite de la publication d'un tel communiqué?
2. Le projet de modification du régime des OPA prévoit que le délai minimal de dépôt pour une OPA en cours ou future doit être d'au moins 35 jours si l'émetteur annonce qu'il a convenu de conclure ou décidé de réaliser une « opération de remplacement ». Le projet de modification du régime des OPA prévoit une définition de l'expression « opération de remplacement » qui englobe les opérations comportant généralement l'acquisition d'un émetteur ou de son entreprise. Approuvez-vous le champ d'application de cette définition? Dans la négative, veuillez fournir une explication et préciser les changements que vous proposeriez.
3. Entrevoyez-vous des difficultés associées à l'application du projet de modification du régime des OPA en ce qui a trait aux opérations de remplacement? Les indications proposées aux articles 2.13 et 2.14 de l'Instruction générale 62-203 aident-elles à interpréter les dispositions relatives à ce type d'opération?
4. Le projet de modification du régime des OPA inclut un certain nombre de dispositions applicables aux OPA partielles. Par exemple, il prévoit que l'initiateur d'une OPA partielle n'est tenu de prendre livraison, à l'expiration du délai initial de dépôt et en supposant que toutes les conditions de l'offre soient remplies, que du nombre maximal de titres autorisé sans contrevenir à l'obligation de réduction proportionnelle (paragraphe 6 de l'article 2.32.1). Dans ce cas, à l'expiration de la prolongation obligatoire de 10 jours, l'initiateur doit respecter son obligation de prise de livraison au prorata des titres déjà déposés (mais qui n'ont pas fait l'objet d'une prise de livraison) et de ceux déposés pendant cette prolongation (paragraphe 7 de l'article 2.32.1). Des indications sur l'interprétation ou l'application du projet de

modification du régime des OPA en ce qui a trait aux OPA partielles seraient-elles utiles? Dans l'affirmative, veuillez fournir des explications.

5. Le projet de modification du régime des OPA inclut des modifications aux dispositions en matière de prise de livraison, de règlement et de révocation des dépôts prévues par le régime actuel. Approuvez-vous les changements proposés ou pensez-vous qu'ils auront des conséquences involontaires? Par exemple, êtes-vous favorable au retrait des droits de révocation relatifs aux titres déposés en réponse à une OPA partielle avant l'expiration du délai initial de dépôt, du moment que l'initiateur n'en prend pas livraison avant l'expiration de la prolongation obligatoire de 10 jours?
6. Les délais actuellement prévus aux paragraphes 1 et 3 de l'article 2.17 sont-ils suffisants pour permettre aux administrateurs d'évaluer adéquatement une OPA non sollicitée et de faire une recommandation pertinente aux porteurs à cet égard?
7. Prévoyez-vous que le projet de modification du régime des OPA se traduira par des changements dans l'activité boursière ou les opérations réalisées sur les titres de l'émetteur visé pendant une OPA? Dans l'affirmative, veuillez fournir des explications.

Consultation

Veuillez présenter vos commentaires par écrit au plus tard le 29 juin 2015 en format Microsoft Word.

Veuillez adresser vos commentaires aux membres des ACVM ci-dessous :

British Columbia Securities Commission

Alberta Securities Commission

Financial and Consumer Affairs Authority of Saskatchewan

Commission des valeurs mobilières du Manitoba

Commission des valeurs mobilières de l'Ontario

Autorité des marchés financiers

Superintendent of Securities, Île-du-Prince-Édouard

Nova Scotia Securities Commission

Commission des services financiers et des services aux consommateurs (Nouveau-Brunswick)

Securities Commission of Newfoundland and Labrador

Surintendant des valeurs mobilières, Yukon

Surintendant des valeurs mobilières, Territoires du Nord-Ouest

Surintendant des valeurs mobilières, Nunavut

Veuillez faire parvenir vos commentaires **uniquement** aux adresses indiquées ci-dessous et ils seront acheminés aux autres membres des ACVM.

M^e 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

The Secretary
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
20 Queen Street West
19th Floor, Box 55
Toronto (Ontario) M5H 2S8
Télécopieur : 416 593-2318
Courriel : comments@osc.gov.on.ca

Veillez noter que les commentaires reçus seront rendus publics sur les sites Web de certaines autorités en valeurs mobilières. Nous ne pouvons préserver la confidentialité des commentaires parce que la législation en valeurs mobilières de certains territoires membres des ACVM exige la publication d'un résumé des commentaires écrits reçus pendant la période de consultation. Par conséquent, il est conseillé de ne pas inclure de renseignements personnels directement dans les commentaires.

Contenu des annexes

Annexe A.1 Résumé des commentaires sur la proposition des ACVM

Annexe A.2 Résumé des commentaires sur la proposition de l'Autorité

Questions

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

Autorité des marchés financiers

Lucie J. Roy
Directrice principale, Financement des sociétés
Autorité des marchés financiers
514 395-0337, poste 4361
Sans frais : 1 877 525-0337
lucie.roy@lautorite.qc.ca

Andrée-Anne Arbour-Boucher
Analyste experte, Financement des sociétés
Autorité des marchés financiers
514 395-0337, poste 4394
Sans frais : 1 877 525-0337
andree-anne.arbour-boucher@lautorite.qc.ca

Alexandra Lee
Analyste à la réglementation, Financement des sociétés
Autorité des marchés financiers
514 395-0337, poste 4465
Sans frais : 1 877 525-0337
alexandra.lee@lautorite.qc.ca

Commission des valeurs mobilières de l'Ontario

Naizam Kanji
Director, Office of Mergers & Acquisitions
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
416 593-8060
nkanji@osc.gov.on.ca

Jason Koskela
Senior Legal Counsel
Office of Mergers & Acquisitions
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
416 595-8922
jkoskela@osc.gov.on.ca

Adeline Lee
Legal Counsel
Office of Mergers & Acquisitions
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
416 595-8945
alee@osc.gov.on.ca

British Columbia Securities Commission

Gordon Smith
Senior Legal Counsel, Corporate Finance
British Columbia Securities Commission
604 899-6656
Sans frais au Canada : 1 800 373-6393
gsmith@bcsc.bc.ca

Alberta Securities Commission

Tracy Clark
Senior Legal Counsel
Corporate Finance
Alberta Securities Commission
403 355-4424
tracy.clark@asc.ca

Lanion Beck
Legal Counsel
Corporate Finance
Alberta Securities Commission
403 355-3884
lanion.beck@asc.ca

Financial and Consumer Affairs Authority of Saskatchewan

Sonne Udemgba
Deputy Director, Legal, Securities Division
Financial and Consumer Affairs Authority of Saskatchewan
306 787-5879
sonne.udemgba@gov.sk.ca

Commission des valeurs mobilières du Manitoba

Chris Besko
Director, General Counsel
Commission des valeurs mobilières du Manitoba
204 945-2561
chris.besko@gov.mb.ca

ANNEXE A.1

RÉSUMÉ DES COMMENTAIRES SUR LA PROPOSITION DES ACVM

On trouvera ci-après un résumé général des commentaires reçus au sujet de la proposition des ACVM, y compris sur certains aspects du projet de modification du régime des OPA. Il ne traite pas des commentaires reçus sur des aspects particuliers ou techniques de la proposition des ACVM, étant donné que les ACVM ont plutôt décidé d'aller de l'avant avec le projet de modification du régime des OPA.

La proposition des ACVM présentait un cadre réglementaire pour les régimes de droits des porteurs adoptés par le conseil d'administration d'émetteurs visés en réponse à des OPA non sollicitées. En vertu de la proposition, le conseil d'un émetteur visé pourrait maintenir un régime de droits des porteurs s'il était approuvé à la majorité des voix rattachées aux titres de capitaux propres ou comportant droit de vote de l'émetteur visé (sauf ceux de l'initiateur et de ses alliés), soit en réaction à une OPA non sollicitée, soit lors de la dernière assemblée annuelle de l'émetteur visé.

1. Commentaires généraux

Nous avons demandé aux intervenants si, selon eux, la proposition des ACVM était préférable au statu quo.

Nous avons reçu des commentaires favorables et des commentaires défavorables à la proposition.

- Bon nombre d'intervenants pensent que la proposition des ACVM est préférable au statu quo. Ils font remarquer que le régime actuel a donné lieu à des décisions contradictoires et qu'il ne donne pas d'indications claires concernant le moment où les autorités en valeurs mobilières mettent fin à un régime de droits des porteurs.
- D'autres intervenants estiment que la proposition des ACVM n'est pas préférable au statu quo, car elle découragerait les OPA, empêcherait de les soumettre à l'examen des porteurs ou favoriserait l'enracinement des dirigeants, au détriment des porteurs. Bon nombre de ces intervenants sont d'avis que les actionnaires, en tant que propriétaires d'une société, sont les mieux placés pour savoir ce qui est dans leur intérêt et que la décision de déposer leurs titres en réponse à une OPA devrait leur revenir.

2. Délai approprié pour l'approbation des porteurs

La proposition des ACVM ne prévoyait pas expressément un délai minimal de validité d'une offre comme le fait le projet de modification du régime des OPA. Toutefois, elle prévoyait un délai d'approbation de 90 jours pour les régimes de droits des porteurs. Les intervenants étaient invités à dire si ce délai était approprié.

Nous avons reçu les commentaires suivants sur cette proposition :

- Certains intervenants laissent entendre que le délai de 90 jours n'est pas suffisant. Ils recommandent de porter à 120 jours le délai imparti au conseil d'administration dans la proposition des ACVM pour obtenir l'approbation des actionnaires. Selon eux, le délai de 90 jours pourrait être insuffisant pour réaliser le contrôle diligent requis dans le cadre d'un processus d'enchères.
- D'autres intervenants jugent que le délai de 90 jours est trop long. Ils estiment qu'un tel délai pourrait entraîner des retards et des coûts de financement supplémentaires pour les initiateurs et, par le fait même, une diminution du nombre d'OPA non sollicitées.
- Plusieurs intervenants sont d'avis qu'un délai de 90 jours laisserait normalement assez de temps au conseil d'administration de l'émetteur visé pour chercher des solutions de rechange à une OPA hostile, obtenir le prix le plus élevé qu'il est raisonnablement possible d'obtenir pour les titres de l'émetteur et évaluer l'offre. Ils sont d'avis qu'un délai de 90 jours n'aurait pas une grande incidence sur la volonté des initiateurs de faire des offres hostiles.

3. Pouvoir discrétionnaire du conseil

Dans l'avis de consultation sur la proposition des ACVM, nous avons demandé aux intervenants de nous dire si le pouvoir discrétionnaire conféré au conseil d'administration était approprié. Voici quelques-uns des commentaires :

- Bon nombre d'intervenants s'entendent pour dire que, comme le prévoit la proposition des ACVM, c'est aux actionnaires que devrait revenir la décision finale de maintenir ou non un régime de droits des porteurs. Ils craignent que les administrateurs n'utilisent les régimes de droits des porteurs, même temporairement, pour s'enraciner.
- Bon nombre d'intervenants estiment, en général, que le pouvoir discrétionnaire conféré aux conseils d'administration dans la proposition des ACVM est approprié et donnerait au conseil des émetteurs visés davantage de temps pour s'acquitter de leurs obligations fiduciaires. Toutefois, quelques intervenants craignent que la proposition des ACVM ne permette aux conseils d'administration de rejeter une offre en maintenant un régime de droits des porteurs entre les assemblées générales annuelles, à moins que les actionnaires ne demandent la tenue d'une assemblée extraordinaire dans le but d'y mettre fin.
- Plusieurs intervenants estiment que la proposition des ACVM restreint exagérément le pouvoir discrétionnaire du conseil d'administration et ne lui donne pas de moyens d'action adéquats. À leur avis, permettre aux actionnaires de voter pour confirmer la décision du conseil d'administration d'adopter un régime de droits des porteurs ne laisse pas assez de latitude au conseil.

4. Structure des OPA au Canada

Nous avons demandé aux intervenants de nous indiquer si, selon eux, la proposition des ACVM aurait une incidence négative sur la structure des OPA au Canada.

La plupart des intervenants sont d'avis que la proposition des ACVM ne découragerait pas exagérément les initiateurs de faire des offres non sollicitées et n'imposerait pas d'obstacles importants à la présentation de telles offres. Ils pensent même qu'elle se traduirait par une augmentation des offres négociées.

Bon nombre d'intervenants estiment que la proposition des ACVM est susceptible d'entraîner une augmentation des courses aux procurations, situation qui selon eux, pourrait causer des pertes de temps et de ressources à l'initiateur et à l'émetteur visé.

De nombreux intervenants formulent des réserves générales au sujet de la qualité des votes obtenus par procuration au Canada. Ainsi, ils pensent que les résultats des votes ne reflètent peut-être pas fidèlement l'opinion des actionnaires.

5. Rôle des autorités en valeurs mobilières

Nous avons en outre demandé aux intervenants de nous dire si, selon eux, les autorités en valeurs mobilières auraient à tenir moins d'audiences d'intérêt public sur les régimes de droits.

Certains intervenants sont d'avis que le nombre d'audiences pourrait diminuer, mais que la participation des autorités en valeurs mobilières continuera d'être utile dans d'autres circonstances.

Certains intervenants estiment que la proposition des ACVM répond aux préoccupations actuelles concernant le caractère arbitraire et inconséquent des résultats des interventions des organismes de réglementation, tandis que d'autres soutiennent qu'elle ne donne pas d'indications claires sur les circonstances dans lesquelles les autorités en valeurs mobilières pourraient devoir exercer leur pouvoir de protection de l'intérêt public.

ANNEXE A.2

RÉSUMÉ DES COMMENTAIRES SUR LA PROPOSITION DE L'AUTORITÉ

On trouvera ci-après un résumé général des commentaires reçus au sujet de la proposition de l'Autorité, y compris sur certains aspects du projet de modification du régime des OPA. Il ne traite pas des commentaires reçus sur des aspects particuliers ou techniques de la proposition de l'Autorité étant donné que les ACVM ont plutôt décidé d'aller de l'avant avec le projet de modification du régime des OPA.

1. Condition de dépôt minimal et obligation de prolonger l'offre

La proposition de l'Autorité prévoit de modifier le régime des OPA afin d'imposer une condition de dépôt minimal de plus de 50 % de tous les titres de l'émetteur visé en circulation qui appartiennent à d'autres personnes que l'initiateur ou qui sont détenus par de telles personnes (la « condition de dépôt minimal »). La proposition de l'Autorité prévoit également la prolongation obligatoire de l'OPA de 10 jours à la suite de l'annonce de la réalisation de cette condition.

En plus d'inviter les intervenants à faire des commentaires sur sa proposition, l'Autorité leur a demandé si, selon eux, les modifications proposées : *i*) permettraient aux porteurs d'un émetteur visé de prendre une décision de vente volontairement, collectivement et sans distorsion et *ii*) contribueraient à l'efficacité des marchés des capitaux.

L'Autorité a reçu un certain nombre de commentaires sur les modifications contenues dans sa proposition. On trouvera ci-après un résumé général des points de vue exprimés par les intervenants :

- De manière générale, les intervenants sont favorables à l'adoption des dispositions proposées.
- Bon nombre d'intervenants sont d'avis que ces dispositions donneraient aux porteurs la possibilité de prendre des décisions éclairées et permettraient aux porteurs d'un émetteur visé de prendre une décision de vente volontairement, collectivement et sans distorsion. Selon ces intervenants, ces changements répondraient aux préoccupations soulevées, en matière d'actions collectives, par notre régime des OPA et assureraient un traitement équitable des porteurs.
- Certains intervenants soutiennent que les modifications proposées atténueraient la pression que ressentent certains porteurs pour déposer leurs titres en réponse à l'offre ou de vendre leurs actions sur le marché secondaire par crainte de se retrouver minoritaires. Ils affirment également que les modifications proposées s'apparentent à l'obtention de l'approbation des porteurs et augmentent la légitimité du déroulement des OPA. Plus particulièrement, ils soutiennent que la condition de dépôt minimal servirait en quelque sorte de consultation auprès des porteurs et que la prolongation de 10 jours de l'offre permettrait aux actionnaires indécis de déposer leurs titres.

- Certains intervenants estiment qu'il est important de garantir des conditions égales pour tous les porteurs étant donné que seules les grandes sociétés ont tendance à adopter des régimes de droits des porteurs contenant des dispositions relatives aux « offres permises ». Les modifications proposées reproduisent des éléments du concept d'« offre permise » présent dans la plupart des régimes de droits des porteurs.
- Certains intervenants proposent que, comme le prévoient les modifications du régime des OPA contenues dans la proposition de l'Autorité, les autorités en valeurs mobilières exigent que tout régime de droits des porteurs contienne des clauses relatives aux « offres permises » prévoyant notamment que la renonciation à l'application du régime à une OPA constitue une renonciation à son application à toutes les OPA.
- De nombreux émetteurs jugent qu'il existe actuellement des déséquilibres réglementaires favorisant exagérément les initiateurs et pensent que les modifications du régime des OPA contenues dans la proposition de l'Autorité augmenteraient l'efficacité des marchés des capitaux en atténuant l'effet coercitif et la pression que subissent les porteurs.
- Certains intervenants s'inquiètent du fait que les conseils d'administration des émetteurs visés n'ont pas réellement la capacité de les protéger contre des offres structurellement coercitives et, en particulier, contre celles qui les sous-évaluent considérablement. Ces intervenants ajoutent que les conseils n'ont pas le pouvoir de maintenir un régime de droits des porteurs indéfiniment en réaction à une OPA.
- Selon quelques intervenants, il n'existe aucune preuve empirique à l'appui de l'opinion selon laquelle le régime des OPA actuel est trop favorable aux initiateurs. À leur avis, le régime actuel ne restreint pas la capacité des porteurs d'accepter une meilleure offre.

2. *Pouvoir discrétionnaire du conseil*

En plus de proposer la condition de dépôt minimal et l'obligation de prolonger l'offre de 10 jours, la proposition de l'AMF prévoit des changements d'instructions générales qui reconnaîtraient l'obligation fiduciaire dont le conseil d'administration de l'émetteur visé doit s'acquitter lorsqu'il réagit à une OPA non sollicitée.

L'Autorité a demandé aux intervenants d'indiquer si, selon eux, on nuirait à la capacité des porteurs d'un émetteur visé de déposer leurs titres en réponse à une OPA non sollicitée en manifestant envers les administrateurs la déférence appropriée dans l'exécution de leur obligation fiduciaire.

Plusieurs intervenants estiment que les administrateurs devraient être mieux outillés pour s'acquitter de leur obligation fiduciaire en réponse à une OPA.

Voici quelques-uns de leurs commentaires :

- Les ACVM devraient reconnaître que les conseils ont les mains liées par leurs obligations fiduciaires et par les droits actuels des actionnaires, y compris le droit de soumettre des propositions et de nommer de nouveaux administrateurs. De plus, toute proposition qui

donne priorité aux actionnaires affaiblit le pouvoir que le droit des sociétés accorde aux conseils d'administration.

- Les ACVM devraient donner aux conseils d'administration le pouvoir d'agir selon ce qu'ils jugent être dans l'intérêt de la société, y compris le pouvoir de rejeter une OPA hostile.
- Les administrateurs peuvent légitimement conclure qu'une OPA non sollicitée n'est pas dans l'intérêt de la société et qu'il existe d'autres solutions qui le sont davantage.

Certains intervenants sont favorables au statu quo, dans l'intérêt des actionnaires. Selon eux, la proposition de l'Autorité est inacceptable pour les raisons suivantes :

- Elle laisserait aux administrateurs beaucoup de latitude pour adopter des mesures de défense susceptibles d'empêcher les porteurs de déposer leurs titres en réponse à des OPA.
- La proposition de l'Autorité pourrait modifier l'équilibre des pouvoirs excessivement en faveur des administrateurs de l'émetteur visé, de sorte qu'il serait très difficile de réaliser des OPA hostiles sans remplacer son conseil.

Certains intervenants soutiennent que les lois sur les sociétés fournissent généralement aux actionnaires des mécanismes efficaces pour discipliner les administrateurs. Ils soutiennent que le droit des actionnaires d'élire et de révoquer les administrateurs ainsi que le droit d'intenter des poursuites pour manquement à l'obligation fiduciaire ou de s'adresser aux tribunaux en cas d'abus constituent des contrepoids puissants au pouvoir des administrateurs.

Cependant, d'autres intervenants ne trouvent pas que les porteurs disposent d'outils adéquats pour discipliner les administrateurs. Ils estiment que ces outils se sont révélés grandement inefficaces, ainsi que le démontrent la difficulté d'intenter des poursuites devant les tribunaux et le fait que la décision des actionnaires de s'abstenir d'exercer les droits de vote rattachés à leurs titres ne se traduit généralement par la révocation d'aucun administrateur. À leur avis, il est difficile pour les actionnaires minoritaires de se faire entendre étant donné la concentration de l'actionnariat de bon nombre de sociétés canadiennes.

3. *Rôle des autorités en valeurs mobilières*

De manière générale, les cabinets d'avocats et les émetteurs soutiennent que les tribunaux sont des organes appropriés pour régler les litiges concernant les mesures de défense, ainsi qu'on l'observe aux États-Unis.

Les investisseurs institutionnels craignent une diminution de l'importance du rôle des autorités en valeurs mobilières, surtout si la proposition de l'Autorité était adoptée. Ils estiment que les autorités en valeurs mobilières ont un mandat particulier que ne partagent pas les tribunaux, soit celui de protéger les intérêts des investisseurs. Ces intervenants ne souhaitent pas voir d'affaiblissement du mandat ou de la participation des autorités en valeurs mobilières.