

Université de Montréal

L'encadrement du droit à l'information des actionnaires en contexte  
d'offres publiques d'achat hostiles

Par

Jackson Bouobda

Faculté de droit

Mémoire présenté à la faculté des études supérieures en vue de l'obtention du  
grade de Maîtrise en Droit (LLM), option droit des affaires

Aout 2017

© Jackson Bouobda, 2017

Université de Montréal  
Faculté des études supérieures

Ce mémoire intitulé :

L'encadrement du droit à l'information des actionnaires en contexte  
d'offres publiques d'achat hostiles

Présenté par  
Jackson Bouobda

A été évalué par un jury composé des personnes suivantes :

Le professeur Stéphane Rousseau,  
Le professeur Ejan Mackaay,  
La professeure Julie Biron (Directrice de recherche)

## **Résumé**

La protection des actionnaires est au cœur de la réglementation du marché des prises de contrôle. Ces opérations en général et les offres publiques d'achat en particulier se caractérisent par une relation tripartite entre un initiateur, les actionnaires et la direction de la cible. Lorsqu'elles sont hostiles, l'existence des conflits d'intérêts se conjugue à l'asymétrie informationnelle entre les parties impliquées pour favoriser le recours aux opportunités qui placent les actionnaires dans une situation de grande vulnérabilité face aux initiateurs et à la direction.

Ce mémoire vise à mettre en lumière les mécanismes par lesquels le droit canadien des offres publiques d'achat tente de réglementer ces opérations afin de garantir aux actionnaires de la cible dont les titres sont sollicités l'accès à une information complète et fiable afin de leur permettre de prendre une décision éclairée. De manière plus précise, il examine sous l'angle de l'analyse économique du droit de quelle manière les règles d'encadrement de leur droit à l'information, tout en cherchant à contrer les comportements opportunistes, visent à leur assurer un égal accès à une information complète d'une part et d'autre part contribuent à garantir la fiabilité de l'information transmise aux actionnaires dans ces opérations.

**Mots-clés** : Offres publiques d'achat, protection des actionnaires, gouvernance d'entreprise, droit à l'information, fusions/acquisitions, marchés financiers

## **Abstract** :

The principal purpose of take-over bids regulation is the protection of the target's securityholders. Hostile take-over bids are characterised by a tripartite relationship between a bidder, shareholders and the management of the target. In such a context, conflicts of interest are combined with the information asymmetry between parties involved to favor the use of opportunism that places shareholders in a situation of great vulnerability.

This thesis aims to highlight the mechanisms by which the Canadian take-over bid law attempts to regulate these transactions in order to ensure that the target shareholders whose securities are sought have access to a comprehensive, complete and reliable information that enable them to make an enlighten (informed) decision. More specially, it examines from an economic analysis of law, the way in which the rules governing their right to information, while seeking to counter opportunistic behavior, tend to ensure that they have equal access to a complete information on one hand and on the other, seek to guarantee the reliability of the information transmitted to the target securityholders in these transactions.

**Keywords:** hostile tender offer, Takeover bids, Protection of the securityholders, Corporate governance, Right to information, Mergers and acquisitions, Financial markets

## Table des matières

<b>Résumé.....</b>	<b>i</b>
<b>Table des matières.....</b>	<b>iii</b>
<b>Liste des abréviations.....</b>	<b>v</b>
<b>Remerciements.....</b>	<b>x</b>
<b>Introduction.....</b>	<b>1</b>
<b>PREMIÈRE PARTIE : LES FONDEMENTS DU DROIT À L'INFORMATION DES ACTIONNAIRES.....</b>	<b>19</b>
<b>Chapitre I : Les fondements théoriques du droit à l'information des actionnaires.....</b>	<b>20</b>
I- L'information : Un droit individuel de l'actionnaire et une condition de l'efficience des marchés.....	22
A- Le droit à l'information des actionnaires selon la théorie de l'analyse économique du droit.....	23
1- La théorie de l'agence et le droit à l'information de l'actionnaire lors d'une offre publique d'achat.....	24
2- La théorie du réseau de contrats et le droit à l'information de l'actionnaire....	26
B- Les théories financières et le rôle central de l'information.....	31
II- Les limites de l'information dans les décisions des investisseurs.....	36
A- De l'apathie ou inertie personnelle des actionnaires comme une limite à l'accès à l'information .....	36
B- De la capacité des investisseurs à se servir de l'information pour prendre des décisions éclairées .....	39
C- La rationalité limitée des investisseurs comme limites à l'impact de l'information dans leurs décisions .....	42
<b>Chapitre II : La protection du droit à l'information des actionnaires lors d'une offre publique d'achat : Régime juridique et mécanismes de protection.....</b>	<b>45</b>
I- Bref aperçu historique sur la place du droit à l'information des actionnaires dans la réglementation des offres publiques d'achat.....	45
II- L'actualité de la protection du droit à l'information des actionnaires dans le régime canadien des offres publiques d'achat.....	57
A- Les garanties de l'accès à l'information.....	58
1- Les exigences en lien avec l'information transmise : Clarté, simplicité et exhaustivité.....	58
a. L'exhaustivité dans le contenu .....	59
i. L'offre et la note d'information.....	59
ii. La circulaire des administrateurs.....	61
b. La clarté et la simplicité dans la forme.....	63
2- Le principe d'égalité dans l'accès à l'information.....	65

a.	Les règles assurant l'égalité d'accès à l'information des actionnaires communes à toutes les offres publiques d'achat.....	65
b.	Les règles particulières visant les d'offres publiques d'achat faites par un initié.....	69
B-	Les garanties sur la fiabilité de l'information.....	71
1-	Les règles Ex ante : La transparence dans le traitement et le processus d'élaboration et de production de l'information.....	73
a.	L'indépendance des administrateurs pour attester du mérite de l'offre dans la circulaire.....	73
b.	La fiabilité de l'information financière et comptable : indépendance, objectivité et intégrité de l'évaluateur et des vérificateurs .....	79
2-	L'obligation d'attestation de l'information : Une règle ex-post visant à assurer la fiabilité de l'information au profit des actionnaires.....	85
a.	Une obligation au champ d'application étendu.....	86
b.	Une obligation aux sens et contenus précis.....	88

## **DEUXIÈME PARTIE : LES SANCTIONS ET RECOURS ENCADRANT LE DROIT À L'INFORMATION DES ACTIONNAIRES LORS D'UNE OPA.....91**

### **Chapitre I : Les sanctions et recours applicables aux atteintes du droit à l'information des actionnaires lors d'une OPA.....91**

I-	Les sanctions administratives.....	94
A-	Les sanctions administratives non pécuniaires.....	94
B-	Les sanctions administratives pécuniaires.....	98
II-	Les sanctions pénales applicables à la diffusion d'informations fausses ou trompeuses dans le cadre d'une OPA.....	99
III-	Les sanctions et recours civils applicables aux atteintes du droit à l'information des actionnaires de la cible lors d'une OPA.....	101
A-	Généralités sur les sanctions civiles : Nullité, Révision du prix et dommages-intérêt.....	101
B-	Le régime particulier de responsabilité civile pour la transmission d'informations fausses ou trompeuses dans le cadre d'une OPA.....	103
1-	Fondements et conditions d'ouverture du recours.....	107
a-	Le régime général de la responsabilité civile.....	107
b-	Le régime particulier de responsabilité applicable aux OPA.....	112
i-	Les fondements.....	113
ii-	Les conditions d'ouverture simplifiées.....	115
2-	Les modalités de la mise en œuvre du recours.....	127
a-	Les personnes visées par le recours.....	127
b-	L'objet du recours.....	133

### **Chapitre II : Les finalités et fonctions des sanctions et recours visant la diffusion d'informations fausses ou trompeuses dans le cadre d'une OPA....135**

I- La fonction dissuasive des sanctions et la protection du droit à l'information des actionnaires de la cible lors d'OPA.....	137
A- La rationalité économique et la fonction dissuasive des sanctions.....	138
B- Le rôle de l'influence sociale sur la fonction dissuasive des sanctions.....	142
C- La sévérité des sanctions en droit financier comme facteur de dissuasion.....	145
II- La fonction réparatrice ou curative des sanctions.....	148
III- La finalité pédagogique ou expressive des sanctions et recours visant les atteintes du droit à l'information des actionnaires de la cible lors d'une OPA.....	152
<b>Conclusion</b> .....	155
<b>Bibliographie</b> .....	157

**Liste des  
abréviations**

A.C.V.M	Autorités canadiennes en valeurs mobilières
A.J.	Alberta Judgments
A. M. F.	Autorité des marchés financiers
A.Q.	Arrêts du Québec
A.S.A	Alberta securities act
Al.	Alinéa(s)
Alta C.A.	Alberta Court of Appeal
Alta Ct. Q.B.	Alberta Court of Queen's Bench
Alta. L. Rev.	Alberta Law Review
Am. Econ. Rev	American economic review
Am. Pol. Sci. Rev	American political science review
Ann. Surv. Int'l & Comp. L.	Annual Survey of International & Comparative Law
Ariz. L. Rev	Arizona Law Review
Art.	Article
B. D. R. V. M.	Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières
B. U. L. Rev	Boston University Law Review
B.C. Int'l & Comp. L. Rev.	Boston College International & Comparative Law Review
B.C.C.A.	British Columbia Court of Appeal
B.C.J.	British Columbia Journal
Bull. Joly Bourse	Bulletin Joly Bourse
BUS. LAW.	Business Law
C.A.	Recueils de jurisprudence du Québec, Cour d'appel
C.-B.	Colombie Britannique
C. c. Q. :	Code civil du Québec
C.cr.	Code criminel
C. de D.	Cahiers de droit
C.Q.	Cour du Québec
C.S.C.	Cour suprême du Canada
Cal. L. Rev.	California Law Review
Cambridge L. J.	Cambridge Law Journal
Can. Bus. L. J.	Canadian Business Law Journal
Can. J. L. & Juris.	Canadian Journal of Law and Jurisprudence
Can. J. L. & Soc.	Canadian Journal of Law & Society
Cardozo L. Rev.	Cardozo Law Review
Civ.	Chambre Civile
Colo. L. Rev	University of Colorado Law Review

Colum. L. REV	Columbia Law Review
Cornell L. Rev	Cornell Law review
Conn. L. Rev	Connecticut Law Review
Dal. L. J.	Dalhousie Law Journal
Del. Ch.	Delaware chamber
Del. Sup.	Delaware Supreme court
Duke L. J.	Duke Law Journal
Geo. Wash. Int'l L. Rev.	George Washington Law Review
Harv. L. Rev.	Harvard Law Review
Hastings Bus. L. J.	Hastings Business Law Journal
I.B.L.J.	International Business Law Journal
Ind. L. J.	Indiana Law Journal
Int'l Bus. Law	International Business Lawyer
Int'l & Comp. L. Q.	International & Comparative Law Quarterly
J. E.	Jurisprudence Express
J. L. & Econ.	Journal of Law and Economics
J. Q.	Jugements du Québec
Ky. L. J.	Kentucky Law Journal
L. A. M. F.	Loi sur l'Autorité des marchés financiers
L. C.	Lois révisées du Canada
L.R.Q.	Lois refondues du Québec
L. V. M.	Loi sur les valeurs mobilières
Leg. S.	Legal Studies
Loy. L. A. L. Rev.	Loyola of Los Angeles Law Review
Loy. L. Rev.	Loyola Law Review
M.U. L. Rev.	Melbourne University Law Review
Man. L. J.	Manitoba Law Journal
McGill L. J.	McGill Law Journal
Michigan L. Rev.	Michigan Law Review
Minnesota L. Rev.	Minnesota Law Review
Monash U. L. Rev.	Monash University Law Review
O.C.D.E.	Organisation de Coopération et de Développement Économiques
O. J.	Ontario Judgements
O. L. R.	Ontario Law Reports
O.P.A. :	Offre publique d'achat
O. S. A.	Ontario Securities Act
Ohio N.U. L. Rev.	Ohio Northern University Law Review
Ont. Sup. Ct.	Ontario Supreme Court

Osgoode Hall L. J.	Osgoode Hall Law Journal
Ottawa. L. Rev.	Ottawa Law Review
O.U.P.	Oxford University Press
P.U.F.	Presse Universitaire de France
Par.	Paragraphe
Paras.	Paragrapes
Q. L. J.	Queen's Law Journal
Q. L.	Quicklaw
R. D. U. S.	Revue de droit de l'Université de Sherbrooke
R. du B.	Revue du Barreau
R. du N.	Revue du Notariat
R.I. S.F.	Revue internationale des services financiers
R. J. T.	Revue Juridique Thémis
R.C.S.	Recueil des arrêts de la Cour suprême du Canada
R.G.D.	Revue générale de droit
R.J.Q.	Recueils de jurisprudence du Québec
R. V. M.	Règlement les valeurs mobilières
S.R.C.	Statuts révisés du Canada
SEDAR	Système électronique de données, d'analyse et de recherche
SEDI	Système électronique de déclaration des initiés
S. Cal. L. Rev.	Southern California Law Review
SCL Rev	South Carolina Law Review
Sydney L. Rev.	Sydney Law Review
T. A. M. F.	Tribunal administrative des marches financiers
Texas L. Rev.	Texas Law Review
Tul. L. Rev.	Tulane Law Review
U. Cin. L. Rev.	University of Cincinnati Law Review
U. Colo. L. Rev.	University of Colorado Law Review
U. Miami Bus. L. Rev.	University of Miami Business Law Review
U. Pa. L. Rev.	University of Pennsylvania Law Review
U. Pitt. L. Rev.	University of Pittsburgh Law Review
U. Rich. L. Rev.	University of Richmond Law Review
U.C. Davis L. Rev.	University of California-Davis Law Review
Utrecht L. Rev.	Utrecht Law Review
Washburn L. J.	Washburn's Law Journal
Willamette L. Rev.	Willamette Law Review
Wis. Int'l L. J.	Wisconsin International Law Journal
Yale L. J.	Yale Law Journal

*"If I have seen a little further  
it is by standing on the shoulders of Giants."*

*Isaac Newton*

## **REMERCIEMENTS**

Je tiens tout d'abord à remercier la professeure Julie Biron pour avoir accepté de diriger cette recherche. Ses conseils, sa disponibilité et ses encouragements ont été un soutien inestimable pour la réalisation de ce mémoire.

Mes remerciements vont également à la faculté de droit pour les ressources en matériel et en personnel mis à notre disposition en vue de promouvoir la recherche.

Enfin, un tel travail nécessitant l'appui des personnes de plusieurs ordres, je tiens à remercier tous ceux qui, de près ou de loin, et de quelque façon que ce soit, ont pu m'apporter leur soutien pendant le temps de la réalisation de ce travail. Puissent-ils trouver ici l'expression de ma profonde gratitude.

## **Introduction**

Le développement et la vitalité des marchés de prise de contrôle sont positivement corrélés avec le degré de protection que ces marchés assurent aux investisseurs<sup>1</sup>. La manière par laquelle les opérations de prises de contrôle sont réglementées a des profondes incidences sur le comportement des dirigeants des sociétés, sur la rentabilité des investissements et sur l'affectation des ressources dans une économie donnée<sup>2</sup>.

Pour permettre aux actionnaires de participer à la vie de la société dans laquelle ils investissent, d'exercer un contrôle sur sa gestion et d'optimiser la rentabilité de leurs investissements, ils sont investis de certains droits fondamentaux dont la mise en œuvre leur permet d'influer de manière significative sur la vie de la société. Les opérations de prise de contrôle constituent des occasions où les actionnaires sont appelés à déterminer par leur choix l'avenir de la corporation. Elles font appel aux actionnaires à double titre. Tout d'abord comme membres de la société et ensuite comme investisseurs. À titre de membre de la société, les actionnaires ont un droit de vote lors des assemblées. En tant qu'investisseurs, ils sont porteurs d'un titre du capital sur lequel le droit des marchés financiers et le droit de propriété leur reconnaissent, en vertu du principe de la libre cessibilité des titres, le droit d'en disposer à leur guise.

---

<sup>1</sup> Alain PIETRANCOSTA, « La protection des investisseurs dans un contexte d'OPA », (2010) *Unif. Law Rev* 817, 819-821; Stefano ROSSI et Paolo F. VOLPIN, « Cross-Country Determinants of Mergers and Acquisitions », (2004) 74 *Journal of Financial Economics* 277, 299; John ARMOUR, Simon DEAKIN, Prabirjit SARKAR, Mathias M. SIEMS et Ajit SINGH, « Shareholder Protection and Stock Market Development: An Empirical Test of the Legal Origins Hypothesis », (2008), *University of Cambridge, CBR Working Paper, ECGI - Law Working Paper No.108/.*; Tatiana NENOVA, « Takeover Laws and Financial Development », *World Bank Policy Research Working Paper* 4029 (October 2006).

<sup>2</sup> John ARMOUR, Jack B. JACOBS et Curtis J. MILHAUPT, « A Comparative Analysis of Hostile Takeover Regimes in the US, UK and Japan (with Implications for Emerging Markets) », (2010) *Columbia Law and Economics Working Paper*, 13 Août 2010.; T. NENOVA, « Takeover Laws and Financial Development », (2006), *World Bank Policy Research Working Paper* 4029 (October 2006). <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/9003> consulté en ligne le 12 juin 2016.

Aussi bien dans la participation à la vie de la société par son vote que pour transiger sur le marché du capital, l'information jouera un rôle capital pour l'actionnaire. En effet, en tant que membre de la société, l'actionnaire se servira de l'information pour optimiser l'exercice de son droit de vote. En tant qu'investisseur, l'information lui permet d'optimiser le rendement de son investissement<sup>3</sup>.

Contrairement aux autres modes de prise de contrôle (arrangements statutaires, regroupement d'entreprises, conventions de fusion ...) où la direction des sociétés visées joue un rôle majeur et décisif, les offres publiques d'achat ne nécessitent pas l'accord de la direction de la cible. Il s'agit d'une transaction de gré à gré entre les porteurs de titres et l'offrant. Elles constituent une sorte de démocratie directe dans la mesure où l'offre s'adresse directement aux actionnaires. Une réponse positive de ces derniers constitue donc un plébiscite en faveur du marché<sup>4</sup>. De ce fait, les OPA sont largement favorables aux intérêts du marché (marché des restructurations et marché des capitaux) et aux intérêts des investisseurs : constitution d'une prime pour les actionnaires largement au-dessus cours du titre

---

<sup>3</sup> Armen A. ALCHIAN et Harold DEMSETZ, «Production, information cost, and economic organization», (1972) 62 *The American economic review* 777-795; voir aussi, Luigi ZINGALES, «the value of the voting right: a study of the Milan stock exchange experience», (1994) 7 *The review of financial studies*, 125-148. Également dans le même sens Kaïs BELGHITH, *La Protection des actionnaires minoritaires lors d'opérations de prises de contrôle*, Université de Montréal, faculté des études supérieures, Thèse de doctorat, 2007, p.44.

<sup>4</sup> Alain PIETRANCOSTA, « La protection des investisseurs dans un contexte d'OPA », (2010) *Unif. Law Rev* 815, 817.

sur le marché<sup>5</sup>, restructuration des sociétés acquises, gains en synergie par les intégrations verticales et horizontales<sup>6</sup>.

Une offre publique d'achat peut être définie comme une opération par laquelle une personne, appelée initiateur ou acquéreur, fait une offre à l'ensemble des porteurs de titres d'une société donnée (émetteur visé) dans laquelle elle se propose d'acquérir soit contre espèce, soit par voie d'échange ou en combinaison des deux, des titres comportant droit de vote ou des titres en circulation d'une catégorie donnée<sup>7</sup>. Cette offre doit permettre à terme à l'initiateur d'obtenir ou de renforcer une participation représentant au moins 20% des titres de cette catégorie en circulation à la date de l'offre d'acquisition<sup>8</sup>.

L'initiateur qui fait l'offre aux porteurs souhaite obtenir la propriété d'une majorité suffisante de titres lui permettant d'avoir le contrôle de la société. Les actionnaires sont alors appelés à accepter l'offre en déposant leurs actions ou de la rejeter. Une offre d'acquisition réussie aura alors une profonde incidence sur la société

---

<sup>5</sup> Tatiana NENOVA, « Takeover Laws and Financial Development », (2006). *World Bank Policy Research Working Paper 4029* (October 2006). <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/9003> consulté en ligne le 12 juin 2016, Ces primes vont par exemple parfois jusqu'à 10% au Japon, en Allemagne, en Grande-Bretagne ou aux États-Unis, elles atteignent 20% en Suisse, 29% en Italie, au Canada 40.1% et parfois bien plus dans les pays émergents : 27% en Argentine, Colombie et Venezuela, 36% au Mexique, 48% en Corée ou 58% en République Tchèque. Voir aussi Michael JENSEN, «Takeovers: their causes and consequences», (1988) 2 *journal of economic perspectives*. Signalons également le cas de l'acquisition de *Airgas Inc.* par le géant du gaz domestique français Air Liquide en novembre 2015 pour une prime de 34% par rapport à la valeur des titres à la bourse la veille de la transaction. Mais représentant une prime de 58% par rapport à la moyenne du cours du mois précédant l'opération.

<sup>6</sup> Stéphane ROUSSEAU et Patrick DESALLIERS, *Les devoirs des administrateurs lors d'une prise de contrôle : une étude comparée du droit du Delaware et du droit canadien*, 2e édition, Montréal, Les éditions Thémis, 2016, p.29; Par l'intégration verticale un acquéreur qui prend le contrôle d'une entreprise œuvrant à un niveau différent de production liée à un même produit ou service vise à assurer l'approvisionnement ou la distribution à un coût moindre. L'intégration horizontale permet à un acquéreur qui prend le contrôle d'une entreprise concurrente de pouvoir gagner des parts de marché et de réaliser des économies d'échelle.

<sup>7</sup> Règlement 62-104 art 1-1, voir aussi Stéphane ROUSSEAU et Patrick DESALLIERS, *Les devoirs des administrateurs lors d'une prise de contrôle : une étude comparée du droit du Delaware et du droit canadien*, 2e édition, Montréal, Les éditions Thémis, 2016, p. 8.

<sup>8</sup> Art 1-1, *Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat*, c. V-1.1, r. 35.

visée dans la mesure où la structure de l'actionnariat et la répartition du capital pourront changer de manière significative<sup>9</sup>. L'acquéreur pourra remplacer le conseil d'administration, changer les dirigeants et donner à la société une orientation nouvelle selon l'étendue du pouvoir et des actions en son actif. Pour se prononcer, les actionnaires sont invités à analyser l'offre à la lumière des informations qui leur sont servies afin de prendre une décision éclairée.

Une offre publique d'achat peut être amicale ou hostile. Dans la pratique, l'initiateur se rapprochera de la direction de la société cible pour négocier en vue d'une acquisition amiable. Si celle-ci est fructueuse, il sera aidé par la direction de la cible pour la préparation des modalités de l'opération laquelle sera soumise aux actionnaires, soutenue par ses recommandations. Cependant, en cas d'échec des négociations, l'acquéreur qui souhaite néanmoins lancer son offre pourra le faire en s'adressant directement aux porteurs. On parle alors d'offre inamicale, hostile ou non sollicitée<sup>10</sup>.

La différence entre une offre amicale et une offre hostile ne réside pas dans le régime juridique applicable, lequel est identique, mais dans sa désapprobation par la direction de la cible, c'est-à-dire dans l'antagonisme entre la direction de la cible et l'initiateur. À ce titre on dit également que l'offre est disputée<sup>11</sup>. Le pouvoir

---

<sup>9</sup> David L. JOHNSTON, Kathleen D. ROCKWELL et Christie FORD, *Canadian securities regulation*, 5e Edition 2014, LexisNexis, pp.382-383. «The takeover bid is perhaps the most dramatic occurrence in corporate life. Its success or failure often has incalculable consequences for affected parties. Because of this dramatic quality, abuses or inequalities that occur in connection with such bids often achieve great notoriety». David L. JOHNSTON, *Canadian securities regulation*, 1977 Toronto : Butterworths, p.318.

<sup>10</sup> Stéphane ROUSSEAU et Patrick DESALLIERS, *Les devoirs des administrateurs lors d'une prise de contrôle : une étude comparée du droit du Delaware et du droit canadien*, 2e édition, Montréal, Les éditions Thémis, 2016, p.11.

<sup>11</sup> Randall MORCK, Andrei SHLEIFER et Robert W. VISHNY, «Characteristics of Targets of Hostile and Friendly Takeovers » dans Alan J. AUERBACH, (Dir), *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, Chicago, University of Chicago Press, 1988, p. 101, à la page 106.

décisionnel revient donc aux actionnaires qui doivent prendre position en réponse à l'offre.<sup>12</sup>

Les offres publiques d'achat se caractérisent donc par une relation tripartite entre l'initiateur, les actionnaires et la direction de la cible dont les intérêts peuvent diverger<sup>13</sup>. Elles soulèvent des enjeux importants pour la société, les investisseurs, les administrateurs et les dirigeants. En effet, l'initiateur veut acquérir des titres qui lui donnent le contrôle de la société cible. Les actionnaires en tant qu'investisseurs veulent obtenir un rendement sur leurs investissements. Les administrateurs de la cible, garants de l'intérêt de la société dont le sens peut parfois prêter à équivoque, souhaitent protéger la société contre une offre inadéquate et poursuivre l'exécution de leur plan d'affaires stratégique pour générer à moyen ou à long terme plus de valeur pour la société<sup>14</sup>. Les dirigeants pourraient quant à eux, souhaiter à tout le moins garder leurs postes dont découlent leurs privilèges.

Dans cette relation, l'asymétrie des rapports entre les acteurs impliqués est susceptible d'engendrer des abus du fait de l'opportunisme de l'initiateur ou de la direction de la société cible<sup>15</sup>. Dans cette asymétrie des rapports, l'exploitation de

---

<sup>12</sup> C'est dans ce sens qu'on a également trouvé aux opérations de prises de contrôle un effet disciplinaire pour la gouvernance de la société dans la mesure où elles constituent une menace constante pour la direction de la cible qui est appelée à gérer la société de manière à en optimiser le rendement.

<sup>13</sup> Stéphane ROUSSEAU et Patrick DESALLIERS, *Les devoirs des administrateurs lors d'une prise de contrôle : une étude comparée du droit du Delaware et du droit canadien*, 2e édition, Montréal, Les éditions Thémis, 2016, p. 12.

<sup>14</sup> *BCE Inc. c. détenteurs de débetures de 1976*, 2008, CSC 69; *Magasins à rayons peoples Inc. (syndic de) c. Wise*, 2004 A.C.S. No. 64; *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A 2d. 946 (Del. 1985); *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.* 506 A 2d. 173 (Del. Supr. 1986) le rôle du conseil de rechercher le meilleur intérêt de la cible soit en la protégeant contre une offre manifestement inéquitable soit en recherchant la maximisation de la valeur de la société à court ou moyen terme.

<sup>15</sup> Stéphane ROUSSEAU et Patrick DESALLIERS, *Les devoirs des administrateurs lors d'une prise de contrôle : une étude comparée du droit du Delaware et du droit canadien*, 2e édition, Montréal, Les éditions Thémis, 2016, p.31.

l'avantage informationnel de l'initiateur et/ou de la direction de la cible peut considérablement influencer sur l'issue de l'opération<sup>16</sup>.

L'acquéreur pourrait ainsi exploiter l'asymétrie informationnelle pour forcer les actionnaires à accepter une offre même si elle n'est pas optimale<sup>17</sup>. A cet effet, il pourra tenter de limiter la divulgation d'informations aux actionnaires, empêchant alors ces derniers d'apprécier la valeur véritable de l'offre. Bien qu'il soit exigé de l'initiateur d'une offre qu'il fournisse aux actionnaires de la société cible des informations relatives à celle-ci, l'on peut néanmoins s'interroger sur la faisabilité d'une telle exigence et surtout sur la question de savoir si l'initiateur sera disposé à divulguer toute l'information pertinente en toute intégrité et transparence.

On peut par ailleurs se demander si un initiateur, désirant atteindre son objectif de prise de contrôle de la société cible, dévoilera toutes les informations pertinentes de manière transparente sur ses motivations, son plan d'affaires ainsi que sur ses intentions véritables. Il y a d'une part la peur de la compétition, car une offre publique d'achat laisse rarement le marché indifférent<sup>18</sup>. C'est souvent l'occasion des enchères qui éveillent d'éventuels concurrents. Divulguer toutes les informations de manière transparente et en toute impartialité ne reviendrait-il pas à donner aux concurrents les moyens de se lancer dans la compétition? D'autre part, divulguer une information complète et véridique sur l'offre et ses plans (par exemple en démontrant que la société est prometteuse) ne pourrait-il pas

---

<sup>16</sup> Les administrateurs et les dirigeants de la cible, jouissent, du fait de leur gestion courante de la société, de l'information privilégiée laquelle peut leur permettre d'apprécier la valeur véritable de l'offre.

<sup>17</sup> Stéphane ROUSSEAU et Patrick DESALLIERS, *Les devoirs des administrateurs lors d'une prise de contrôle : une étude comparée du droit du Delaware et du droit canadien*, 2e édition, Montréal, Les éditions Thémis, 2016, p.34.

<sup>18</sup> Les rumeurs sur le lancement d'une offre d'achat ont tendance à influencer sur le prix de l'action de la cible à la bourse. L'exemple des rumeurs sur le projet d'achat de *Airgas Inc.* par *Air liquide* avaient fait décoller le prix du titre de la veille à la mi-séance du lendemain à Wall Street de 7,38% avant l'officialisation de l'opération.

contribuer à donner aux actionnaires et à la direction de la cible des opportunités pour rejeter l'offre?

L'initiateur ne se trouve-t-il pas dans un dilemme qui consiste soit à démontrer que son offre est intéressante, car l'acquisition d'une cible (supposée peu performante) est une occasion d'affaire qui lui permettra à terme de s'enrichir. De cette façon il donne aux compétiteurs des raisons de se joindre à la course. Soit en revanche à démontrer les forces de la société cible et, de cette façon, donner raison à la direction de la cible qui tente de convaincre les actionnaires à l'aide de son plan d'affaires, de conserver leurs titres.

L'initiateur qui présente l'offre doit la montrer alléchante pour les actionnaires. Il est en soi difficile pour lui d'admettre que son offre est inéquitable, car ce serait donner raison à la direction de la cible qui, selon toute vraisemblance, est portée à recommander aux actionnaires de la rejeter. Jusqu'à quel point l'initiateur pourrait-il divulguer en toute transparence et impartialité son offre sans aller contre son objectif de prendre le contrôle de la cible?

Un offrant hostile pourrait dans ce sens, être opportuniste et profiter d'une sous-évaluation de la cible sur le marché boursier pour tenter d'en prendre le contrôle<sup>19</sup>. Des actionnaires pourraient alors chercher à réaliser un gain à court terme en empochant la prime offerte par l'initiateur, et ce, malgré le fait que l'offre déprécie la valeur de la société. Il serait alors opportun et conforme à l'intérêt du marché que la société soit protégée.

Il reviendra donc au conseil d'administration qui a la charge de protéger la cible, de servir aux porteurs des informations leur permettant d'apprécier la valeur exacte de l'offre et de leur faire part de ses recommandations. Dans plusieurs cas, le conseil d'administration pourrait soutenir, à tort ou à raison, à la lumière des

---

<sup>19</sup> Stéphane ROUSSEAU et Patrick DESALLIERS, *Les devoirs des administrateurs lors d'une prise de contrôle : une étude comparée du droit du Delaware et du droit canadien*, 2e édition, Montréal, Les éditions Thémis, 2016, pp. 102-103.

informations en sa possession, que l'offre inamicale est inadéquate, car en dessous de la valeur intrinsèque de la société<sup>20</sup>. Pour ce faire, le conseil de la cible devra présenter des informations en appui de sa position. Cependant, la divulgation d'une information fiable et complète par la direction de la cible pourrait néanmoins soulever quelques préoccupations.

Tout d'abord, peut-on raisonnablement attendre de la direction de la cible qu'elle divulgue toute l'information nécessaire pour permettre aux porteurs d'apprécier la valeur véritable et fondamentale de la société ? Un tel procédé ne reviendrait-il pas à rendre publique toute l'information confidentielle pertinente nécessaire à l'établissement de la valeur intrinsèque des titres<sup>21</sup> ? Or cette information confidentielle si elle est rendue publique ne pourrait-elle pas être exploitée par des concurrents et desservir l'intérêt de la société<sup>22</sup> ?

À supposer que la direction puisse divulguer ces informations, un problème demeure; la direction de la cible a une forte tendance à divulguer de manière sélective toutes les informations positives dans le but de contrer une offre hostile<sup>23</sup>. Les dirigeants des grandes sociétés ont une tendance à être très optimistes<sup>24</sup>. Si les dirigeants sont optimistes quant au plan d'affaire de la société, aussi bien

---

<sup>20</sup> *Id.*, C.c.Q. Art. 322; L.C.S.A., art. 122; L.S.A.Q. art. 119. Voir le devoir du conseil de la cible de protéger celle-ci lors d'une OPA hostile : *Unocal Corp. c. Mesa petroleum Co.*, 493 A. 2d 946 (Del. 1985). Pour le devoir du conseil d'utiliser tous les moyens pour défendre la société lorsque celle-ci n'est pas à vendre (not in play), voir également *Revlon, Inc. c. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.* 506 A. 2d 173 (Del. Supr. 1986) qui a instauré les "Revlon duties" des standards de révision judiciaires qui permettent à la cour d'apprécier la conformité du conseil de la cible à ses devoirs de maximiser la valeur de la société cible au profit des actionnaires lorsque la société est à vendre (in play).

<sup>21</sup> Stéphane ROUSSEAU et Patrick DESALLIERS, *Les devoirs des administrateurs lors d'une prise de contrôle : une étude comparée du droit du Delaware et du droit canadien*, 2e édition, Montréal, Les éditions Thémis, 2016, p.107.

<sup>22</sup> *Id.* ; voir aussi Bernard BLACK et Reinier KRAAKMAN, « Delaware's Takeover Law: The Uncertain Search for Hidden Value », (2002) 96 *NW. U. L. REV.* 521, 529-530.

<sup>23</sup> Bernard S. BLACK, « Bidder Overpayment in Takeovers », (1989) 41 *Stan. L. Rev.* 597, 608; Ronald J. GILSON et Reinier KRAAKMAN, « Delaware's Intermediate Standard for Defensive Tactics: Is There Substance to Proportionality Review? », (1989) 44 *BUS. LAW.* 247, 259-60.

<sup>24</sup> Donald C. LANGEVOORT, «The behavioral economics of mergers and acquisitions», (2010) *Georgetown Law and Economics Research Paper No.* 10-17, consulté en ligne 18 décembre 2016 à [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1692777](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1692777)

intentionnés fussent-ils, leurs projections ne pourraient-elles pas être démesurément optimistes ? De ce fait, la détermination de la valeur de la société n'aurait-elle pas tendance à être excessive ? Malheureusement il est assez aisé pour la direction de la cible de faire une présentation invérifiable de la valeur réelle ou cachée de la société<sup>25</sup>. Ce problème est accentué dans le contexte d'une offre publique d'achat hostile où il y a des risques sur les réputations et les carrières<sup>26</sup>.

«Finally, even assuming that the directors can process information perfectly, the agency problem remains. Although the directors may be able to make the best decisions on behalf of the shareholders, they may not do so in fact. They may be tempted to make decisions in their own interests, and in the interests of management, while maintaining the facade of loyalty to the shareholders. This seems especially likely in the context of a hostile takeover, where the incentive to engage in opportunistic behavior is great. Although most directors may be able to avoid temptation and live up to their fiduciary duties despite the personal cost, the conflict of interest makes deference inappropriate. »<sup>27</sup>

Une autre préoccupation a trait au conflit d'intérêts dans lequel la direction de la cible peut se trouver. En effet, une étude rapporte que les dirigeants et les administrateurs, qui sont des personnes dont la rationalité, les compétences et l'intégrité sont généralement au-dessus de la moyenne, ne sont pas toujours exempts d'égoïsme dans leur prise des décisions<sup>28</sup>. En d'autres termes, la rationalité objective ne gouverne pas toujours leurs décisions. Des considérations d'ordre psychologiques, des biais cognitifs et l'égo peuvent parfois affecter leurs

---

<sup>25</sup>Julian VELASCO, « The Enduring Illegitimacy of the Poison Pill », (2002) 27 *J. CORP. L.* 381, 418

<sup>26</sup>Voir *Unocal Corp. c. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946, 954 (Del. 1985) (ou la cour reconnaît l'omniprésence du risque que les administrateurs et les dirigeants pourraient privilégier leurs intérêts au détriment de ceux de la corporation et de ses actionnaires) ; Voir aussi Julian VELASCO, « Taking shareholder rights seriously », (2007) 41 *U.C. Davis L. Rev.* 605.

<sup>27</sup> Julian VELASCO, « Taking shareholder rights seriously », (2007) 41 *U.C. Davis L. Rev.* 605, 639-640; voir aussi du même auteur, «Structural Bias and the Need for Substantive Review », (2004) 82 *WASH. U. L.Q.* 821, 853-865 et 834-835.

<sup>28</sup> Donald C. LANGEVOORT, «The behavioral economics of mergers and acquisitions», (2010) *Georgetown Law and Economics Research Paper* No. 10-17, consulté en ligne 18 décembre 2016 à [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1692777](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1692777).

décisions<sup>29</sup>. Le conflit d'intérêts de la direction de la cible s'explique par le fait qu'une prise de contrôle hostile aboutit généralement au remplacement des dirigeants et des administrateurs<sup>30</sup>. Dans une étude sur les conséquences des prises de contrôles hostiles sur les postes des dirigeants dans les années 1985 et 1986, Amar Bhide constate qu'elles entraînent très souvent le remplacement des dirigeants et le changement du conseil d'administration<sup>31</sup>. Il conclut son étude ainsi:

«There were significant management changes after 17 of the 19 successful hostile takeovers in 1985. An entire corporate level of managers seems to have been wiped out, or at least drastically pared back, in the takeovers of seven companies in my sample. And significant changes in key personnel took place in almost all of the other targets. [...]

Far fewer "significant" management changes were made after friendly takeovers than after hostile takeovers. Managers of the targets of friendly takeovers, moreover, were more likely to have better performance records than managers of hostile targets. »<sup>32</sup>.

Le conflit d'intérêts des dirigeants découlant de la menace que constitue l'offre hostile sur leurs postes et privilèges, rend propice les situations d'opportunisme que Williamson définissait comme étant la recherche de son propre intérêt en ayant recours à la ruse<sup>33</sup>. Dans ses travaux, Williamson<sup>34</sup> fait remarquer que les dirigeants possèdent des pouvoirs discrétionnaires étendus et contrôlent d'énormes dépenses. Les dirigeants auraient des préférences pour des dépenses

---

<sup>29</sup> Donald C. LANGEVOORT, «The behavioral economics of mergers and acquisitions», (2010) *Georgetown Law and Economics Research Paper No. 1*, 10-17, consulté en ligne 18 décembre 2016 à [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1692777](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1692777).

<sup>30</sup> Stéphane ROUSSEAU et Patrick DESALLIERS, *Les devoirs des administrateurs lors d'une prise de contrôle : une étude comparée du droit du Delaware et du droit canadien*, 2e édition, Montréal, Les éditions Thémis, 2016, pp. 102-103.

<sup>31</sup> Amar BHIDE, «The Causes and Consequences of Hostile Takeovers», (1989) 2 *Journal of Applied Corporate Finance* 35, 50.

<sup>32</sup> *Id.*

<sup>33</sup> Oliver E. WILLIAMSON, «Corporate Finance and Corporate Governance», (1988) 43 *Journal of Finance* 567, 569.

<sup>34</sup> Oliver E. WILLIAMSON, « Managerial discretion and business behaviour», (1963) 53 *American economic Review* 1032, 1034-1035.

qui assurent leurs prestiges. Ils ont une tendance à construire des « empires » de nature conglomérale qui ne correspondent pas toujours aux objectifs des actionnaires. Ils ne maximisent pas le profit, mais le chiffre d'affaires qui leur assure une meilleure sécurité et plus de pouvoirs<sup>35</sup>.

L'offre hostile en elle-même contient l'idée implicite que l'initiateur est en mesure de gérer la société cible de manière à générer une plus grande rentabilité<sup>36</sup>. Sentant cette menace, les dirigeants pourraient alors exploiter leur avantage informationnel pour inciter le conseil d'administration à recommander aux actionnaires de rejeter l'offre ou pour légitimer la mise en place d'une mesure défensive en vue de bloquer l'offre<sup>37</sup> faisant ainsi échec à toute tentative de prise de contrôle hostile quelle que soit la valeur. Ce qui pourrait priver les actionnaires d'une occasion d'obtenir une grande rentabilité de leurs titres.

À la lumière de ce qui précède, une question mérite d'être posée : dans un contexte où les conflits d'intérêts et les comportements opportunistes sont portés à leur paroxysmes et où l'asymétrie des rapports entre les parties impliquées est susceptible d'affecter le droit à l'information des actionnaires, comment le droit tente-t-il d'assurer aux actionnaires une information fiable sur la valeur de leurs

---

<sup>35</sup> William J. BAUMOL, *Business behavior, value and growth*, New-York, MacMillan, 1959; Voir aussi Donald C. LANGEVOORT, «The behavioral economics of mergers and acquisitions», (2010) Georgetown Law and Economics Research Paper No. 1, 10-17, consulté en ligne 18 décembre 2016 à [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1692777](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1692777)

<sup>36</sup> Stéphane ROUSSEAU et Patrick DESALLIERS, *Les devoirs des administrateurs lors d'une prise de contrôle : une étude comparée du droit du Delaware et du droit canadien*, 2e édition, Montréal, Les éditions Thémis, 2016, p.31.

<sup>37</sup> *Id.* Les mesures défensives sont un ensemble de mécanismes mis en place par le conseil d'administration des sociétés ouvertes dans le but de préserver celles-ci contre d'éventuelles prises de contrôle non désirées. Ils s'inspirent du droit corporatif qui donne à ses organes les pouvoirs d'adopter de manière conventionnelle toute forme de mécanismes légitimes permettant de mener à bien leurs activités. Ce sont par exemple : les pilules empoisonnées qui sont un régime de droits de souscription au profit des actionnaires et qui se met en activité automatiquement dès lors qu'une tentative de prise de contrôle est lancée, il y a également les conseils d'administration échelonnés etc... pour une compréhension complète de ces mesures voir Stéphane ROUSSEAU et Patrick DESALLIER, *Les devoirs des administrateurs lors d'une prise de contrôle : étude comparative du droit de Delaware et du Droit canadien*, Montréal, Éditions Thémis, 2e édition, 2016, pp. 41-64.

titres et les enjeux de leurs choix pour leur permettre de prendre une décision éclairée ?

La question revêt une importance particulière et remet au goût du jour la problématique sur la nature des rapports entre le droit et l'économie dont le débat a fait l'objet d'importants travaux. Ces deux disciplines entretiennent des relations étroites qui s'articulent autour de la question longuement discutée de savoir : le droit doit-il tenter de réglementer le marché? Le droit peut-il réglementer le marché? Le marché ne se régule-t-il pas de lui-même? Cette étude sera donc menée sous le prisme de l'analyse économique du droit en ce qu'elle consistera à examiner de quelle manière l'encadrement juridique des OPA permet de contrecarrer l'opportunisme des acteurs en rapport avec l'information afin d'assurer l'efficacité économique des opérations et générer des gains mutuellement satisfaisants pour toutes les parties<sup>38</sup>.

Si la question a tout son sens dans les opérations de commerce en général, elle retrouve force et vigueur dans les opérations de prise de contrôle où l'asymétrie des rapports entre les parties est susceptible de conduire à des abus.

En effet, le principe de la liberté du commerce et de l'industrie, ou plus exactement le libéralisme économique, a été utile pour le développement de l'économie mondiale en général et l'essor de l'initiative privée. Cependant, peut-on laisser reposer les opérations et les transactions sur le seul bon vouloir des parties? Livrer les acteurs aux seules forces du marché ne revient-il pas à donner au plus fort, au plus puissant, au plus rusé, le pouvoir d'abuser du droit du plus faible? Les récents scandales financiers nous renseignent à suffisance. Les forces du marché, malgré ce qu'en pensait Adam Smith au sujet de la *main invisible*<sup>39</sup> qui régirait les activités

---

<sup>38</sup> Encore connu sous le terme « gains de Pareto ». Du nom de Vilfredo PARETO, Économiste-sociologue, (1848-1923) désigne un échange dans lequel chaque partie trouve son compte, une transaction dans laquelle chacun gagne. En bref, qui vise le bien collectif. Voir dans ce sens, Ejan MACKAAY et Stéphane ROUSSEAU, *Analyse économique du droit*, 2e éd., Montréal/Paris, Éditions Thémis/Dalloz, 2008, p. 81.

<sup>39</sup> Adam SMITH, *Théorie des sentiments moraux*, Léviathan, PUF, 1999 [1759] p.257.

économiques afin qu'elles tendent toujours vers l'équilibre, peuvent conduire à des abus. Il est donc nécessaire de moraliser ces opérations. D'où l'importance d'un minimum d'encadrement.

Les raisons d'un tel encadrement se trouvent dans le fait qu'il s'agit de situations où les problèmes d'agence<sup>40</sup>, les conflits d'intérêts et les opportunistes sont portés à leur paroxysme. Ce qui place les investisseurs des sociétés cibles dans une situation de grande vulnérabilité face à la direction ou aux initiateurs<sup>41</sup>.

La réglementation des offres publiques d'achat vise à favoriser les opérations créatrices de valeurs<sup>42</sup>. Il est important que les actionnaires soient en mesure de prendre une décision éclairée dans leurs choix d'investissement. Ce qui a pour effet d'optimiser le rendement des investissements et favorise une meilleure affectation des ressources gage de vitalité économique et d'efficacité de la réglementation du marché des prises de contrôle.

L'analyse économique du droit est un courant théorique qui vise à analyser l'efficacité économique de la règle de droit. Ce courant se sert des concepts

---

« Le produit du sol fait vivre presque tous les hommes qu'il est susceptible de faire vivre. Les riches choisissent seulement dans cette quantité produite ce qui est le plus précieux et le plus agréable. Ils ne consomment guère plus que les pauvres et, en dépit de leur égoïsme et de leur rapacité naturelle, quoiqu'ils n'aspirent qu'à leur propre commodité, quoique l'unique fin qu'ils se proposent d'obtenir du labeur des milliers de bras qu'ils emploient soit la seule satisfaction de leurs vains et insatiables désirs, ils partagent tout de même avec les pauvres les produits des améliorations qu'ils réalisent. Ils sont conduits par une **main invisible** à accomplir presque la même distribution des nécessités de la vie que celle qui aurait eu lieu si la terre avait été divisée en portions égales entre tous ses habitants ; et ainsi, sans le vouloir, ils servent les intérêts de la société et donnent des moyens à la multiplication de l'espèce. » (nos gras)

<sup>40</sup> Julie BIRON, « Les bénéfices et les coûts de l'activisme actionnarial », (2012) *R.J.T.* 817, 822-824. L'auteure présente les justifications théoriques de l'activisme actionnarial en mettant en exergue la théorie de l'agence : spécialisation des fonctions et présence des intérêts divergents. Y est également examinée l'asymétrie informationnelle entre les dirigeants et les actionnaires d'une part et d'autre part entre les investisseurs institutionnels et les investisseurs individuels.

<sup>41</sup> Alain PIETRANCOSTA, « La protection des investisseurs en contexte d'OPA », (2010) *Unif. Law Rev.* 819; Ejan MACKAAY et Stéphane ROUSSEAU, *Analyse économique du droit*, 2e éd., Montréal/Paris, Éditions Thémis/Dalloz, 2008. p. 581-586.

<sup>42</sup> Stéphane ROUSSEAU et Patrick DESALLIERS, *Les devoirs des administrateurs lors d'une prise de contrôle : une étude comparée du droit du Delaware et du droit canadien*, 2e édition, Montréal, Les éditions Thémis, 2016, p.12.

empruntés de la science économique pour mettre en lumière une rationalité sous-jacente des règles juridiques<sup>43</sup>. Déjà perceptible vers la fin du 18e siècle dans les travaux d'Adam Ferguson, David Hume et surtout d'Adam Smith, cette théorie permet d'utiliser les concepts économiques pour mieux comprendre le droit<sup>44</sup>. Au 19e siècle, les travaux de Marx et Weber vont perpétuer cet héritage.

Mais c'est surtout vers le milieu du 20e siècle, dans les travaux Coase<sup>45</sup>, et surtout de Richard Posner, professeur de droit à l'université de Chicago, que les fondements modernes de l'analyse économique du droit vont apparaître. Pour Posner, « l'on pourrait lire l'ensemble des règles de droit comme reflétant le souci d'optimiser les incitations aux comportements de bonne gestion, de minimisation des coûts d'innovation bref de poursuite de l'efficacité économique »<sup>46</sup>. En tant que théorie utilitariste, l'analyse économique du droit recherche les conséquences les plus désirables.<sup>47</sup>

Quel pourrait donc être l'apport de ce cadre à l'objet de notre étude? L'application de l'analyse économique du droit en matière civile et commerciale, permet de constater que bon nombre de règles du droit des contrats et du droit des sociétés visent à contrecarrer les comportements opportunistes<sup>48</sup>. Il sera nécessaire d'analyser les mécanismes par lesquels le droit canadien des OPA, tente de dissuader, d'éviter et de prévenir les situations d'opportunisme en vue de protéger le droit à l'information des actionnaires en leur garantissant l'accès à une information complète et fiable lors de ces opérations.

---

<sup>43</sup> Ejan MACKAAY et Stéphane ROUSSEAU, « Introduction à l'analyse économique du droit », dans Guy LEFEBVRE (dir), *Introduction au droit des affaires*, Montréal, Éditions Thémis, 2006, 29, 32-33.

<sup>44</sup> *Id.*

<sup>45</sup> Ronald H. COASE, « The Problem of Social Cost », (1960) 3 *Journal of Law and Economics*, 1-44.

<sup>46</sup> Ejan MACKAAY et Stéphane ROUSSEAU, « Introduction à l'analyse économique du droit », dans Guy LEFEBVRE (dir), *Introduction au droit des affaires*, Montréal, Éditions Thémis, 2006, 29, 35.

<sup>47</sup> *Id.*, p.53.

<sup>48</sup> *Id.*, p.62.

L'objectif principal de la réglementation des offres publiques d'achat au Canada étant la protection des investisseurs, elle vise à assurer l'égalité de traitements des porteurs, la présentation à ces derniers des informations adéquates de manière transparente en recherchant l'impartialité du processus d'offre afin d'éviter toute discrimination entre les porteurs<sup>49</sup>. Ce faisant, cette réglementation vise à dissuader l'opportunisme des parties de manière à ce que ces opérations puissent être créatrices de valeur<sup>50</sup>.

Vu sous cet angle, de manière plus générale, ce cadre théorique nous permettra de voir comment le droit, dans un contexte marqué par les conflits d'intérêts et les opportunités, contribue à promouvoir l'efficacité des marchés, à préserver la confiance des investisseurs et à assurer l'efficacité économique des opérations de prise de contrôle.

Une telle étude exige de nuancer quelque peu le terme actionnaire qui ne constitue pas un groupe monolithique. En effet, cette notion renvoie à une diversité de catégories de porteurs de titres du capital-actions de la cible dont les intérêts peuvent diverger. Les actionnaires majoritaires ou dominants ont généralement une certaine proximité avec les centres de gestion qui leur assure un avantage quant à l'accès à l'information<sup>51</sup>. Il y a également les actionnaires qui spéculent sur le court terme (arbitragistes). Ce sont des investisseurs qui ont collecté les actions sur le marché dès lors qu'il y a eu des rumeurs de lancement d'une offre publique d'achat, qui, indépendamment de l'information servie pourraient être

---

<sup>49</sup> Art 2.1, Instruction générale 62-203 relative aux offres publiques d'achat et de rachat. Aussi David L. JOHNSTON, Kathleen D. ROCKWELL et Christie FORD, *Canadian securities regulation*, 5e Edition, 2014, LexisNexis, p.386.

<sup>50</sup> Stéphane ROUSSEAU et Patrick DESALLIERS, *Les devoirs des administrateurs lors d'une prise de contrôle : une étude comparée du droit du Delaware et du droit canadien*, 2e édition, Montréal, Les éditions Thémis, 2016, p. 12.

<sup>51</sup> Ronald J. DANIELS et Edward M. IACOBUCCI, « Some of the causes and consequences of corporate ownership concentration in Canada » dans Randall MORCK (dir.), *Concentrated corporate ownership*, Chicago, university of Chicago press, 2000, p. 81, aux pages 84-85., voir également René STULZ, « Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control », (1988) 1 *Journal of Financial Economics* 25, 28-31.

incités à vendre leurs actions pour empocher la prime offerte par l'initiateur<sup>52</sup>. Quant aux minoritaires, bien que dans certains cas ils puissent se servir d'une action collective pour manifester leur dissidence, il n'en demeure pas moins que l'asymétrie informationnelle ne leur permet pas d'apprécier le caractère équitable de l'offre pour prendre une décision éclairée. Il est nécessaire de promouvoir leur accès à l'information pertinente relative à l'opération. C'est dire que la nature du rapport des actionnaires à l'information est à géométrie variable. Il dépend de leurs catégories et de la nature des buts poursuivis.

Néanmoins, la réglementation des offres publiques d'achat, vise l'égalité de traitement entre les porteurs et la présentation à ces derniers des informations adéquates pour qu'ils soient en mesure de prendre des décisions éclairées. Il conviendra donc dans le cadre de cette étude, d'analyser les mécanismes par lesquels le droit des offres publiques d'achat tente d'assurer aux actionnaires de la société cible l'accès à une information fiable leur permettant de prendre une décision éclairée en réponse à l'offre.

Pour ce faire, la première partie de ce mémoire sera consacrée à l'analyse des fondements du droit à l'information des actionnaires lors des offres publiques d'achat. Nous examinons les justifications et le bien-fondé de l'information des porteurs de titres à la lumière des théories du droit des sociétés et des théories financières modernes. Celles-ci nous permettent de souligner le rôle capital de l'information sur les choix d'investissement des investisseurs dans la mesure où l'information leur permet d'optimiser le rendement de leurs investissements.

Dans la mesure où l'asymétrie informationnelle entre les parties impliquées dans une offre publique d'achat est susceptible de conduire à des abus découlant des opportunités, nous exposons que les justifications et l'éclairage de ces théories ont inspiré le modèle d'encadrement des offres publiques d'achat qui est basé sur

---

<sup>52</sup> *Id.*, p. 62.

la transparence par la divulgation d'informations fiables et complètes. De ce fait, il ressort de l'analyse que la mise en place des règles visant à favoriser l'accessibilité à l'information la plus complète, la plus fiable et la plus à jour est le moyen par excellence d'éliminer l'asymétrie informationnelle entre les parties, de dissuader les opportunistes et de permettre aux porteurs de la cible de prendre une décision éclairée en réponse à l'offre.

Nous avons donc rassemblé les règles en deux catégories : les règles visant à garantir l'accessibilité et l'égalité entre les porteurs dans l'accès à l'information d'une part, et d'autre part, celles visant à garantir la fiabilité de l'information fournie à ces derniers. Nous faisons remarquer que le style rédactionnel qui énumère les informations à divulguer dans la note d'information et la circulaire se conjugue à l'utilisation des expressions globalisantes du type « tout fait important » dont l'interprétation, parfois objective et souvent subjective, en fait une notion au sens large, traduisant la volonté du législateur de donner accès aux informations les plus étendues pour les porteurs des titres de la cible.

Aussi large soit le champ et le contenu des informations à fournir aux porteurs, ce droit serait inefficace si un régime de sanctions et des recours n'était pas prévu pour en réprimer les atteintes. Ainsi, dans la deuxième partie, nous nous consacrons à l'analyse des sanctions et des recours qui encadrent le droit à l'information des porteurs des titres de la cible lors d'une offre publique d'achat. Cette analyse nous permet de voir que la sévérité des sanctions en cas de divulgation des informations fausses ou trompeuses lors d'une offre publique d'achat traduit l'importance que revêt l'information qui est la pierre angulaire des marchés financiers et dont l'atteinte expose le contrevenant au risque de cumul des sanctions administratives et pénales. Ce qui a fait dire à certains que la nature de ces sanctions était davantage dissuasive que punitive. En tout état de cause, nous convenons avec cette thèse qui fait valoir que ces sanctions visent davantage à protéger le marché, l'investissement, l'épargne et le système.

Ainsi, puisqu'il est nécessaire que le porteur soit rétabli dans ses droits en cas de divulgation d'informations fausses ou trompeuses dans un document d'information relatif à une offre publique d'achat, un régime de responsabilité civile aux conditions simplifiées est ouvert au profit de tout porteur de titres de la cible. Si l'objectif du régime est la réparation du préjudice et l'indemnisation du porteur, nous soulignons que la simplification de ses conditions d'ouverture, en ce qu'il n'est pas besoin d'apporter la preuve du dommage ou du préjudice subi ainsi que celle du lien de causalité, constitue un mécanisme de protection garantissant les chances d'indemnisation des porteurs. Cependant, nous évoquons la difficulté que pourrait rencontrer un porteur à apporter la preuve de la faute. Bien que ceci constitue un bémol à l'efficacité de ce recours, nous analysons dans un dernier chapitre les finalités et objectifs des sanctions et recours visant à encadrer le droit à l'information des porteurs de titres de la cible pour ressortir qu'au-delà de la nécessité de protéger le marché et les investisseurs contre les pratiques abusives et déloyales ceux-ci non seulement permettent aux investisseurs de prendre une procédure contre les administrateurs, mais aussi, ceci peut inciter ces derniers à se conformer à la réglementation en gérant la situation de conflit d'intérêts qui les affecte en vue de transmettre aux actionnaires de l'information fiable et représentative afin de les aider à prendre une décision éclairée.

## **PREMIÈRE PARTIE : LES FONDEMENTS DU DROIT À L'INFORMATION DES ACTIONNAIRES**

La légitimité du droit à l'information des actionnaires se fonde sur la nature hybride<sup>53</sup> de ces derniers qui sont à la fois des membres de la société et des acteurs des marchés financiers. Les théories du droit des sociétés<sup>54</sup> accordent une place de choix aux actionnaires qui, en tant qu'apporteurs des capitaux de la société, ont un droit à être informés des activités de cette dernière. D'autre part, l'actionnaire est un investisseur qui, en participant au marché du capital, souhaite obtenir un rendement sur son investissement. À ce titre, il a un intérêt à être informé sur la valeur des titres afin de faire un choix d'investissement. Plus précisément lors d'une offre publique d'achat où ses titres sont sollicités, l'information permettra au porteur de prendre une décision éclairée en réponse à l'offre. Il pourra de ce fait décider de demeurer membre de la société ou de vendre ses parts, s'il juge que la gestion de la société ne lui permet pas d'obtenir un rendement satisfaisant. L'information de l'actionnaire vise donc à protéger l'investisseur et à promouvoir l'efficacité des marchés financiers.

Fort des justifications théoriques du droit à l'information des actionnaires, et malgré une tendance doctrinale remettant en cause l'approche de la réglementation par la divulgation des informations, le législateur canadien et la jurisprudence ont accueilli favorablement ces fondements et font de la divulgation des informations le vecteur directeur de la réglementation des marchés financiers. À cet effet, le droit des OPA met l'information des actionnaires de la société cible

---

<sup>53</sup> Armen A. ALCHIAN et Harold DEMSETZ, «Production, information costs, and economic organization», (1972) 62 *The American economic review* 777-795; voir aussi, Luigi ZINGALES, «The value of the voting right: a study of the Milan stock exchange experience», (1994) 7 *The review of financial studies* 125; voir également, Raymonde CRÊTE, Jean BÉDARD et Stéphane ROUSSEAU, «Les vérificateurs comptables et la fiabilité de l'information financière: les messages de l'environnement institutionnel et juridique », (2004) 45 *C. de D.* 219; aussi, Alain ALCOUFFE et Christian KALWEIT, «droits à l'information des actionnaires et actions sociales des associés en France et en Allemagne. Considérations de droit comparé en relation avec les directives américaines », (2003) 2 *Revue internationale de droit économique* 159, 176.

<sup>54</sup> Théorie classique sur la société, théories néoclassiques : théories économiques du droit des sociétés (théorie du réseau des contrats), théorie de l'agence, théorie des parties prenantes.

dont les titres sont sollicités au cœur de ses préoccupations. Ainsi, selon l'instruction 62-203<sup>55</sup>, l'objectif principal de l'encadrement des OPA au Canada est de protéger les porteurs de titres de la société cible par la présentation à ces derniers des informations adéquates pour qu'ils soient en mesure de prendre des décisions dans ces opérations<sup>56</sup>.

Dans un premier chapitre, nous passerons en revue les fondements théoriques du droit à l'information des actionnaires. Dans le second chapitre, nous verrons le régime juridique et les mécanismes d'encadrement du droit à l'information des actionnaires dans le droit canadien des offres publiques d'achat.

## **Chapitre I : Les fondements théoriques du droit à l'information des actionnaires**

L'apport en capitaux est vital pour les sociétés. Si tout investissement comporte un risque, comparativement aux autres fournisseurs des capitaux, le risque est encore plus élevé pour l'apporteur de capitaux propres de la société dont la garantie n'est liée qu'à la rentabilité de cette dernière. En effet, l'actionnaire est un investisseur qui attend un rendement sur son investissement et accepte de partager les risques qui lui sont associés. Il présente donc une nature double; il est un membre de la société et, à ce titre, il participe à la vie de la société par son vote qui peut affecter de manière significative le devenir de celle-ci. Il est également un investisseur du marché des capitaux. Son droit à l'information découle, du fait de cette double nature.

---

<sup>55</sup>Art 2.1, *Instruction générale 62-203 relative aux offres publiques d'achat et de rachat.*

<sup>56</sup> *Id.*

Si la conception traditionnelle de la société lui accorde un droit de propriété sur la portion du capital attachée à ses titres, d'où un intérêt légitime de recevoir des informations sur la société considérée comme sa propriété<sup>57</sup>, la contribution la plus importante à la compréhension du droit à l'information des actionnaires est celle qui nous vient des théories économiques du droit des sociétés et des théories financières modernes<sup>58</sup>. L'apport de la théorie économique au droit des marchés financiers fait de la divulgation de l'information aux investisseurs son principal centre d'intérêt. La divulgation des informations par les émetteurs permet aux investisseurs de prendre des décisions éclairées dans leurs choix d'investissement et vise à contrecarrer l'opportunisme des dirigeants. L'information des actionnaires est donc au cœur de la gouvernance des entreprises et constitue la pierre angulaire du marché des valeurs mobilières.

Pour ce qui est de la théorie financière, elle énonce que les prix des titres sur un marché sont établis sur la base des informations disponibles relatives aux titres. Il en résulte que l'information constitue un droit individuel de l'investisseur dans la mesure où elle lui permet d'évaluer les titres et d'optimiser la rentabilité de son investissement. L'information étant ainsi l'élément central de l'évaluation des actifs financiers, elle contribue à l'efficacité des marchés.

Bien que cette conception du rôle primordial de l'information des investisseurs dans leurs décisions d'investissement ait reçu l'adhésion de la doctrine

---

<sup>57</sup> Arthur LEVITT Jr. «How to Boost Shareholder Democracy », (2008) *Wall St. J.* July 1, 2008 , A17 «The principle that shareholders own the companies in which they invest —and are the ultimate bosses of those running them— is central to modern capitalism » Consulté en ligne à <http://robertdklausner.com/wp-content/uploads/2011/01/Bernstein-Litowitz-presentation-Shareholder-Rights-and-the-Ever-Growing-Need-for-Shareholder-Activism.pdf> le 12 Mars 2016 voir aussi *Peoples Department Stores Inc. c. Wise*, [2003] Q.J. No. 505 (QL) (Q.C.A.), par. 66 et 67; Julian VELASCO, « The fundamental rights of the shareholder », (2006) *40 U. of California Davis*, 407, 438; Adolf A. BERLE et Gardiner C. MEANS, *The modern corporation and private property*, 2eme éd. New-York, MacMillan, 1956.

<sup>58</sup> Plusieurs théories financières modernes font de l'information l'élément central des marchés financiers : Théorie du portefeuille, modèle d'évaluation des actifs financiers, hypothèse de l'efficacité informationnelle des marchés.

majoritaire<sup>59</sup> (I), elle n'est pas restée à l'abri des critiques remettant en cause son impact et sa contribution dans les choix d'investissement et les décisions des investisseurs du fait de leur inertie, leur rationalité limitée ou des biais cognitifs (II).

### **I- L'information : un droit individuel de l'investisseur et une condition de l'efficience des marchés financiers.**

En tant que fournisseur des capitaux propres de la société, l'actionnaire a un intérêt à la rentabilité générale de la société dans la mesure où la valeur de ses titres est liée aux flux financiers générés par ses activités<sup>60</sup>. Comme membre de la société et investisseur, l'information permet à l'actionnaire de protéger ses intérêts, d'optimiser sa participation à la vie de la société et la rentabilité de ses investissements<sup>61</sup>.

« Ils ont de ce fait un intérêt légitime à être informé de la structure, du fonctionnement et de l'efficacité du système de contrôle interne. Ces informations représentent pour les actionnaires des indications sur la vitalité de l'entreprise et sur la qualité de leur investissement leur permettant d'exercer leurs droits en toute connaissance de cause; le cas échéant de vendre leurs parts dans la société »<sup>62</sup>.

Il en ressort que le droit à l'information des actionnaires lors des offres publiques d'achat se trouve au confluent des théories du droit des sociétés et des théories financières. En effet, en choisissant de déposer ses actions dans l'offre ou de les

---

<sup>59</sup> Eugène FAMA et la théorie de l'efficience des marchés; William Sharpe et John Lintner : Le modèle d'évaluation des actifs financiers

<sup>60</sup> Raymonde CRÊTE et Stéphane ROUSSEAU, *Droit des sociétés par actions*, 3<sup>e</sup> éd., les éditions Thémis, 82.

<sup>61</sup> Armen A. ALCHIAN et Harold DEMSETZ, «Production, information costs, and economic organization», (1972) 62 *The American economic review* 777-795; voir aussi, Luigi ZINGALES, « The value of the voting right: a study of the Milan stock exchange experience», (1994) 7 *The review of financial studies* 125,

<sup>62</sup> Valérie ENGAMMARE, « Système de contrôle interne et information des actionnaires : Comment garantir aux actionnaires un droit de regard en matière de contrôle interne? » (2003) 77 *Corporate governance* 491, 498.

conserver, le porteur détermine s'il souhaite ou non rester membre de la société, la dernière option constituant donc un plébiscite en faveur du marché.

### **A- Le droit à l'information des actionnaires selon la théorie de l'analyse économique du droit**

Les justifications théoriques du droit à l'information des actionnaires est largement tributaire de la conception que l'on a de la société et de la nature des rapports qui lient ses membres et organes. Une théorie étant un instrument dont on se sert pour analyser un phénomène, les motifs retenus pour soutenir le bien-fondé de l'information des actionnaires en contexte d'offre publique d'achat dépendront donc de l'angle d'approche et la théorie utilisée pour analyser ce droit.

Pour ce qui est de la théorie de l'agence (1), le droit à l'information des actionnaires lors d'une offre publique d'achat sera considéré comme un moyen de contrer les opportunistes des dirigeants et les conflits d'intérêts soulevés par les problèmes d'agence. Elle visera à réduire l'asymétrie informationnelle qui favorise les comportements opportunistes afin que les porteurs puissent prendre des décisions éclairées. Quant à la théorie du réseau des contrats (2), elle considèrera la nature du contrat particulier qui lie les actionnaires à la société pour faire reposer leur droit à l'information lors d'une offre publique d'achat comme un droit individuel et absolu de l'actionnaire dans la mesure où cette opération vise le domaine résiduel du porteur dont les titres sont sollicités. Cette vision sera quelque peu nuancée par la théorie des parties prenantes qui estime que certaines informations divulguées dans le cadre de ces opérations pourraient ruiner la position concurrentielle de la société et compromettre son exploitation à long terme; laquelle pourrait avoir un impact sur d'autres parties prenantes et sur la société elle-même.

## **1- La théorie de l'agence et l'information des actionnaires lors d'une offre publique d'achat**

La théorie de l'agence, qui a été rendue publique en 1932 grâce aux travaux de Berle et Means<sup>63</sup>, révèle que la séparation des fonctions dans la société, notamment la propriété des titres du capital et les fonctions de direction ou de gestion, crée une relation d'agence dans laquelle les dirigeants (les agents) sont appelés à travailler pour le compte des actionnaires (principal) et selon les modalités fixées par le cahier des charges<sup>64</sup>. Cette relation crée des coûts de surveillance et de contrôle de conformité des agents par rapport à leurs devoirs<sup>65</sup>. Lorsque les agents se conforment au cahier des charges fixés par le contrat d'agence, la confiance est maintenue et les coûts d'agence sont réduits. Cependant, il peut arriver que l'agent n'ait pas les mêmes intérêts économiques que le principal et se dérobe à ses obligations. Étant par ailleurs mieux informé et plus qualifié que le principal, il peut devenir opportuniste et tenter d'agir au mieux de ses intérêts et cela au détriment de ceux du principal. On dit alors qu'il y a conflit d'agence<sup>66</sup>. Ces situations sont fréquentes lors des offres publiques d'achat hostiles<sup>67</sup>.

---

<sup>63</sup> Adolf A. BERLE et Gardiner C. MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, New York, Éditions MacMillan, 1933.

<sup>64</sup> Les obligations des administrateurs d'agir dans l'intérêt de la société impliquent des devoirs de fidélité et loyauté, de prudence et diligence, voir LCSA art. 122 et LSAQ articles 119 à 121, *Unocal*, *Revlon*, *BCE c. Détenteurs des débetures de 1976*; *Magasins à rayons populaires*. Ces obligations sont contextuelles et donnent aux administrateurs les pouvoirs les plus larges pour la réalisation de cette mission de protéger et de promouvoir l'intérêt de la société.

<sup>65</sup> Michael C. JENSEN et William H. MECKLING, « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », (1976) 3 *Journal of Financial Economics* 305, 308-310.

<sup>66</sup> Eugene F. FAMA, « Agency Problems and the Theory of the Firm », (1980) 88 *Journal of political economy* 288, 292.

<sup>67</sup> Voir *Unocal Corp. c. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946, 954 (Del. 1985) (la Cour reconnaît l'omniprésence du risque que les administrateurs et les dirigeants pourraient privilégier leurs intérêts au détriment de ceux de la corporation et de ses actionnaires); David L. JOHNSTON, Kathleen D. ROCKWELL et Christie FORD, *Canadian securities regulation*, 5e Edition 2014, LexisNexis, p.386.

L'actionnaire dans la société à titre d'investisseur fournit les capitaux propres de la société. À ce titre il détient une action qui représente sa part dans le capital-actions de la société. La valeur de son titre dépend de l'actif de la société. Si l'actionnaire se présente davantage comme investisseur de la société plutôt que gestionnaire, il n'en a pas toujours été ainsi. La séparation de la fonction d'investisseur et celle de gestionnaire est une conséquence de l'évolution de la forme sociale et du développement des activités.

En effet, à l'origine, l'exploitation de la société est assurée par une personne ou un groupe (parfois familial) qui rassemble des fonds dans le but de produire des biens ou des services. Les fonctions d'investisseurs et de gestion sont réunies dans la ou les mêmes personnes. Cependant pour réaliser des projets de grande envergure, il faut rassembler des capitaux importants afin de les financer<sup>68</sup>. Il faut donc solliciter des fournisseurs des capitaux. Il en résulte que la complexité des opérations et l'envergure des projets nécessitant des financements importants va conduire à l'essor des sociétés par actions qui fait de plus en plus appel au public investisseur.

Les fournisseurs de capitaux qui assurent des fonctions d'investisseur ne sont pas tous impliqués dans la gestion quotidienne de la société qui nécessitent de plus en plus des compétences particulières du fait de la complexité croissante des activités. En apportant leurs capitaux, les investisseurs attendent des rendements sur leurs investissements et acceptent de partager les risques associés aux activités de la société. La place de l'actionnaire dans la société en tant qu'investisseur l'exposant aux risques liés aux pertes que la société peut enregistrer, il est donc nécessaire qu'il participe à la vie de la société en exerçant un certain contrôle pour s'assurer que la gestion de la société est optimale pour garantir sa rentabilité<sup>69</sup>.

---

<sup>68</sup> Ejan MACKAAY et Stéphane ROUSSEAU, *Analyse économique du droit*, 2<sup>e</sup> éd., Montréal/Paris, Éditions Thémis/Dalloz, 2008, p. 493.

<sup>69</sup> *Id.*

La séparation des fonctions d'investisseur et de gestion permet aux investisseurs de diversifier leurs investissements. Elle permet également de confier la direction et la gestion de la société à des personnes qualifiées. Ces gestionnaires sont ainsi mieux informés que les investisseurs qui ne détiennent que l'information publique. L'information publique permet alors aux porteurs d'apprécier la gestion de la société et d'évaluer les risques associés à leurs investissements. La divulgation de l'information est également utile pour contrer les problèmes d'agence et les opportunités.

Dans une opération d'offre publique d'achat hostile, où les risques d'opportunisme sont omniprésents, les dirigeants et les administrateurs, étant généralement mieux informés que les porteurs, peuvent être tentés de rechercher leur propre intérêt au détriment des actionnaires. Ils peuvent profiter d'une asymétrie dans l'accès à l'information pour agir de manière opportuniste en vue de protéger leurs postes et leurs avantages. Ce faisant ils peuvent exploiter leur avantage informationnel pour inciter les porteurs à rejeter l'offre ou alors amener astucieusement le conseil à adopter une mesure défensive afin de bloquer l'offre. Il est donc logique que les actionnaires aient accès à toute l'information pertinente. Lorsque les porteurs ne disposent pas de toute l'information, ils ne peuvent pas prendre des décisions optimales dans la mesure où ils n'évaluent pas correctement les coûts et avantages des options offertes<sup>70</sup>. La transparence est le moyen le plus efficace pour lutter contre la fraude laquelle s'alimente toujours du secret et de la désinformation<sup>71</sup>

## **2- La théorie du réseau des contrats et le droit à l'information des actionnaires**

---

<sup>70</sup> Ejan MACKAAY et Stéphane ROUSSEAU, *Analyse économique du droit*, 2<sup>e</sup> éd. Montréal/Paris, Éditions Thémis/Dalloz, 2008, pp. 509-510.

<sup>71</sup> *Id.*,

La théorie du réseau des contrats<sup>72</sup> est un cadre d'analyse de la société issu de l'économie financière. Popularisée par Michael Jensen et William Meckling<sup>73</sup>, elle conçoit la société comme un lieu d'échange entre plusieurs parties prenantes qui sont liées à la société par un contrat dont la définition est plus économique que juridique<sup>74</sup>.

Selon cette théorie, qui met l'accent sur le processus d'échange<sup>75</sup> comme mode de gouvernance entre les parties prenantes et la société, les parties ne sont titulaires que des droits et des obligations qu'elles ont négociés avec la société<sup>76</sup>.

Les actionnaires, en ce qu'ils apportent les capitaux propres de la société, sont ceux qui supportent le risque des pertes enregistrées par la société. Ils ne peuvent être payés que lorsque la société fait des bénéfices suffisamment élevés pour satisfaire tous les autres créanciers. Ils sont les bénéficiaires résiduels des actions de la société,<sup>77</sup> la valeur de leurs titres étant étroitement liée aux flux financiers générés par les activités de la société<sup>78</sup>.

Une offre publique d'achat est une opération consensuelle dans laquelle un offrant sollicite les titres des actionnaires de la cible contre une considération en espèce ou en échange de titres en contrepartie. Dans ce contexte, la présence de

---

<sup>72</sup> Frank H. EASTERBROOK et Daniel R. FISCHER, *The economic structure of corporate law*, Cambridge, Harvard, University Press, 1991.

<sup>73</sup> Michael C. JENSEN et William H. MECKLING, « Theory of the firm: Management behaviour, agency cost and ownership structure », (1976) 3 *Journal of financial economics* 305.

<sup>74</sup> Armen A. ALCHIAN et Harold DEMSETZ, "Production, information costs, and economic organization", (1972) 62 *American Economic Review* 777-795.

<sup>75</sup> Stéphane ROUSSEAU et Patrick DESALLIER, *Les devoirs des administrateurs lors d'une prise de contrôle : étude comparative du droit de Delaware et du Droit canadien*, 2e éd., Montréal, Éditions Thémis, 2016, p. 90-91. Les investisseurs apportent des capitaux et attendent des rendements de leurs investissements. Les fournisseurs des biens et services reçoivent des paiements en retour. Les travailleurs apportent leur force de travail ou leurs intelligences et compétences et reçoivent des rémunérations, l'état apporte des infrastructures et perçoit en retour des taxes.

<sup>76</sup> Ejan MACKAAY et Stéphane ROUSSEAU, *Analyse économique du droit*, 2e éd. Montréal/Paris, Éditions Thémis/Dalloz, 2008, p. 467.

<sup>77</sup> Eugene F. FAMA et Michael C. JENSEN, « agency problems and residual claims », (1983) 26 *The Journal of Law & Economics*, 327, 338.

<sup>78</sup> Id.

l'asymétrie informationnelle entre les parties peut conduire à un déséquilibre dans les rapports. Or, dans ce processus, l'échange ne peut être équitable que si chaque partie dispose de toute l'information sur la cause et l'objet du contrat afin de prendre une décision éclairée.

Il revient au conseil de la cible, qui est chargé de protéger et de promouvoir l'intérêt de la société, de protéger cette dernière en fournissant aux porteurs l'information et les recommandations qui leur permettront de prendre une décision éclairée. La direction de la cible étant généralement mieux informée que les actionnaires sur la juste valeur de l'actif de la société et du rendement escompté des investissements projetés<sup>79</sup>, elle dispose de l'information pertinente parfois confidentielle permettant de déterminer la juste valeur ou la valeur intrinsèque de la société. Dans la mesure où leurs titres sont sollicités, cette information est indispensable pour les actionnaires qui doivent s'en servir pour évaluer l'offre afin de prendre une décision éclairée et s'infère à leur pouvoir résiduel lequel découle de leur droit de propriété sur leurs titres.

Toutefois, l'on peut s'interroger sur l'étendue d'un tel droit dans la mesure où certaines informations ont un caractère confidentiel dont la divulgation pourrait ruiner la position concurrentielle de la société. La direction peut-elle tout divulguer parce qu'il est de l'intérêt des actionnaires de prendre une décision éclairée en réponse à l'offre ou alors peut-elle, au nom de l'intérêt de la société, en relativiser l'intensité en vue protéger la société et toutes les parties prenantes?

Cette question remet au goût du jour la question de l'interprétation de la notion de l'intérêt de la société. Ainsi, selon la conception classique de cette notion, la société est la propriété collective des actionnaires. À ce titre, l'intérêt de la société signifie avant tout l'intérêt des actionnaires<sup>80</sup>. Sur ce, l'obligation de divulgation de

---

<sup>79</sup> Ejan MACKAAY et Stéphane ROUSSEAU, *Analyse économique du droit*, 2e éd. Montréal/Paris, Éditions Thémis/Dalloz, 2008.

<sup>80</sup> Voir *Greenhalgh c. Ardene Cinemas Ltd.*, [1951] Ch. 286 (C.A.); *Palmer c. Carling O'Keefe Breweries of Canada Ltd.*, (1989) 67 O.R. (2d) 161 (H.C.); Citées par Yvan ALLAIRE et Stéphane

la direction de la cible à l'intention des porteurs de titres du capital-actions ne saurait admettre de limite dans la mesure où leurs intérêts doivent ici être pris en compte en priorité. Cette conception se fonde sur le principe de la primauté de l'intérêt des actionnaires. Ainsi en période de changement de contrôle, la direction doit rechercher la maximisation de la valeur au profit des actionnaires. Par conséquent, lors d'une offre publique d'achat, puisque les titres des actionnaires sont sollicités, il est juste qu'ils aient accès à toute l'information qui leur permet d'optimiser la rentabilité de leurs titres.

Cependant la divulgation de certaines informations, bien qu'elles permettent aux actionnaires de faire un choix éclairé, peuvent ruiner la position concurrentielle de la société et compromettre la continuité de son exploitation, la direction est-elle néanmoins tenue de les divulguer? Ou alors est-elle en droit de les retenir?

En effet, bien qu'il puisse « être légitime pour le conseil de tenir compte notamment des intérêts des actionnaires, des employés, des fournisseurs, des créanciers, des consommateurs etc... » et d'évaluer les effets de ses décisions sur ces derniers, il n'existe pas de principe établissant que les intérêts d'un groupe - les actionnaires par exemple - doivent prévaloir sur ceux d'un autre groupe de parties prenantes dans une opération de changement de contrôle<sup>81</sup>. Le conseil jouit à cet effet d'une large discrétion dans l'appréciation de l'intérêt de la société laquelle lui accorde une large marge dans son interprétation sous la protection de la règle de l'appréciation commerciale.

Ceci dit, l'intérêt de la société ne saurait se limiter à l'intérêt des seuls actionnaires ou de l'une des parties prenantes; le conseil de la cible doit avant tout tenir compte de l'intérêt de la société en tant qu'entité juridique distincte des parties

---

ROUSSEAU, « Gouvernance et parties prenantes : L'obligation du conseil d'administration d'agir dans l'intérêt de la société » 15 Juillet 2014, p.10., *Rapport de l'institut sur la gouvernance d'organisations privées et publiques*, consulté en ligne le 12 février 2016 à <https://igopp.org/gouvernance-et-parties-prenantes/>

<sup>81</sup> *BCE Inc. c. Détenteurs de débentures de 1976*, 2008 CSC 69, par. 84. *Magasins à rayons Peoples Inc. (Syndic de) c. Wise*, [2004] 3 R.C.S. 461, 2004 CSC 68.

prenantes<sup>82</sup>. Il est à noter que la valeur d'une société ne saurait se résumer à sa valeur actionnariale<sup>83</sup>; elle contient des ressources provenant de divers horizons. Les administrateurs doivent considérer l'intérêt de la société selon le contexte de l'offre. Dans certains cas, les administrateurs devront évaluer l'impact de leur décision sur l'intérêt à long terme de la société et de ce fait « favoriser la pérennité de l'entreprise [...] un objectif éminemment pertinent et valable dans le contexte de la continuité de celle-ci »<sup>84</sup>.

Est-ce donc à dire que l'étendue de leur obligation de divulgation est laissée à la libre appréciation de la direction de la cible et à l'initiateur? Le souci de transparence dans le marché et de protection de l'investisseur serait-il ou devrait-il être conditionné à la volonté du conseil de la cible et des dirigeants de divulguer une information complète et fiable aux porteurs ou serait-il contrebalancé par l'intérêt de la société qui, dans certain cas, donne au conseil de la cible une large marge de manœuvre dans son appréciation à long ou à moyen terme?

Au demeurant, n'y a-t-il pas des avenues pour que la protection de l'intérêt social n'entrave pas le droit à l'information des actionnaires lors d'une offre publique d'achat? Sur ce, puisqu'il n'est pas souhaitable que les entreprises soient tenues de rendre publiques les informations risquant de compromettre leur position concurrentielle, si néanmoins celles-ci sont indispensables pour éclairer pleinement les investisseurs dans leurs décisions et éviter de les induire en erreur, elles devraient leur être divulguées<sup>85</sup>. Dans le même ordre d'idée, la Cour suprême du Canada a statué dans l'affaire *Danier Leather Inc.*, que la règle de l'appréciation

---

<sup>82</sup> *BCE Inc. c. Détenteurs de débetures de 1976*, 2008 CSC 69, par. 37; *Magasins à rayons Peoples Inc. (Syndic de) c. Wise*, [2004] 3 R.C.S. 461, 2004 CSC 68, par. 43.

<sup>83</sup> Michael JENSEN, « Value maximisation, stakeholder theory, and the corporate objective function », (2002) 12 *Business Ethics Quarterly* 235, 237.

<sup>84</sup> *Brassard c. Forget*, 2010 QCCS 1530 (CanLII); voir Stéphane ROUSSEAU et Patrick DESALLIERS, *Les devoirs des administrateurs lors d'une prise de contrôle: étude comparative du droit du Delaware et du droit canadien*. 2<sup>e</sup> éd., Montréal, Les éditions Thémis, 2016, p.241.

<sup>85</sup> Principes de l'OCDE sur le gouvernement d'entreprise, 2004, en ligne <http://www.oecd.org/fr/daf/ae/principesdegouvernementdentreprise/31652074.PDF> consulté le 12 Mars 2016.

commerciale ne s'applique pas à une décision des administrateurs concernant une obligation de divulgation prévue dans la *Loi sur les valeurs mobilières*<sup>86</sup> considérant de ce fait, qu'une telle obligation légale ne constitue pas une décision d'affaires laquelle pourrait être laissée à l'appréciation des administrateurs<sup>87</sup>.

En effet, l'option de réglementation des offres publiques d'achat au Canada est claire et sans équivoque. Elle est de « permettre aux porteurs des émetteurs visés de prendre des décisions volontaires, éclairées et coordonnées concernant le dépôt de leurs titres »<sup>88</sup>. Il serait souhaitable que les actionnaires aient accès à toute l'information pertinente dans la mesure où ils sont appelés dans le cadre d'une offre publique d'achat à céder leurs titres et à décider du devenir de la société. Ceci permet aux porteurs de titres de la cible d'apprécier avec justesse la valeur réelle de la société, contribue à préserver leur confiance et à promouvoir l'efficacité de cette opération. Une telle option pourrait être conforme à l'intérêt de la société et du marché.

Ceci étant, si les théories sur la corporation mettent en évidence la légitimité du droit à l'information comme mécanisme de protection de l'investisseur, les théories financières modernes soulignent encore avec plus de force le rôle central de la divulgation de l'information comme condition du bon fonctionnement des marchés financiers en ce qu'elle permet une meilleure évaluation des actifs financiers et contribue à l'efficacité des opérations.

### **B- Les théories financières modernes et le rôle central de l'information**

Les théories financières modernes font de l'information un élément central des marchés financiers. Elle constitue la base de l'évaluation des titres, notamment les

---

<sup>86</sup> *Kerr c. Danier Leather Inc.*, [2007] A.C.S N°44 par. 54 et 55.

<sup>87</sup> Voir Stéphane ROUSSEAU et Patrick DESALLIER, *Les devoirs des administrateurs lors d'une prise de contrôle : étude comparative du droit de Delaware et du Droit canadien*, 2e éd., Montréal, Éditions Thémis, 2016. p.320.

<sup>88</sup> *Id.*, p.64. Citant le bulletin No.12 de l'Autorité des Marchés Financiers 2015.

risques qui leur sont liés et les rendements escomptés. De ce fait, l'information permet de déterminer le prix des titres et guide les investisseurs dans leurs choix.

Si un investisseur souhaite obtenir un rendement élevé, il devrait constituer son portefeuille de titres soumis à un risque élevé dans la mesure où le rendement d'un titre est fonction du risque. Pour ce faire, il est nécessaire que l'investisseur ait accès à tous les renseignements fiables et à jour. Ces informations lui permettent d'évaluer les titres et, notamment les risques qui leur sont associés et les rendements espérés. Ces informations permettent aux investisseurs de constituer des portefeuilles adaptés à leurs besoins.

Si l'information sur le risque associé à un titre et le rendement espéré permet aux investisseurs de mieux constituer leurs portefeuilles, elle est également au centre de la théorie de l'efficacité des marchés financiers.

En effet, selon la théorie de l'efficacité, un marché est dit parfaitement efficient lorsque le prix des titres reflète la valeur intrinsèque des entreprises<sup>89</sup>. De ce fait l'information sur les titres permet de renseigner sur leur valeur fondamentale et donc d'en déterminer la valeur exacte. « La valeur intrinsèque est établie à l'aide de l'information concernant les éléments fondamentaux qui incluent la valeur actualisée des revenus futurs des entreprises et le risque systémique associé aux titres »<sup>90</sup>. Ainsi dans un marché efficient, les prix des titres reflètent toute l'information disponible<sup>91</sup>. Dans son hypothèse de l'efficacité des marchés financiers, Eugene Fama postule que les prix des titres sur le marché reflètent pleinement toutes les informations disponibles relatives aux titres. Selon Fama, il y a trois conditions pour qu'un marché soit efficient :

---

<sup>89</sup> Ejan MACKAAY et Stéphane ROUSSEAU, *Analyse économique du droit*, 2e éd. Montréal/Paris, Éditions Thémis/Dalloz, 2008, pp.552-553.

<sup>90</sup> *Id.*; Voir aussi Raymonde CRÊTE et Stéphane ROUSSEAU, *Droit des sociétés par actions*, 3e éd., Montréal, Éditions Thémis, 2011 No.627. P. 285.

<sup>91</sup> Eugene F. FAMA, «Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work», (1970) 25 *The Journal of Finance* 383, 412.

- Il n'y a pas de coûts de transaction sur le marché;
- Toute l'information pertinente est entièrement et régulièrement mise à la disposition de tous les acteurs sur le marché;
- Tous acceptent d'intégrer les informations présentes au prix actuel et futur de chaque titre.

L'information pertinente disponible sur le rendement et les risques associés aux titres sur le marché est employée pour établir leur valeur et en déterminer les prix. C'est sur la base de ces informations que les investisseurs opèrent des choix d'investissement.

Ainsi, selon la capacité d'un marché à intégrer plus ou moins rapidement toute l'information pertinente sur un titre, Fama distingue trois niveaux d'efficience : l'efficience faible, l'efficience de niveau intermédiaire et l'efficience forte<sup>92</sup>. Quelle que soit le niveau de l'efficience d'un marché, celle-ci est en lien avec l'information. L'information étant donc au cœur de la théorie de l'efficience, elle permet d'assurer une répartition et une allocation efficace des ressources dans une économie donnée<sup>93</sup>. En effet, l'efficience du marché permet de diriger les capitaux vers les projets qui offrent les meilleures perspectives de rentabilité. Dans une économie elle permet de financer les projets qui ont le plus de chances de rendements<sup>94</sup>. L'efficience informationnelle permet d'assurer la transparence dans les marchés et de préserver la confiance des investisseurs dans le système dans la mesure où ces derniers font des choix d'investissement éclairés en se fondant sur l'information fiable relative aux titres.

Une question demeure cependant; l'efficience informationnelle rend-elle fidèlement compte de la valeur fondamentale des titres? Une distinction doit être

---

<sup>92</sup> Id.

<sup>93</sup> John F. BARRY, «The economies of outside information and Rule 10b-5», (1981) 129 *U. Pa L. Rev.* 1317.

<sup>94</sup>Ejan MACKAAY et Stéphane ROUSSEAU, *Analyse économique du droit*, 2e éd. Montréal/Paris, Éditions Thémis/Dalloz, 2008, P.552.

faite entre l'efficience informationnelle et l'efficience fondamentale. Si le prix du titre intègre toute l'information disponible sur les titres, il n'en reflète pas toujours la valeur fondamentale qui, elle, découle de la valeur intrinsèque des entreprises émettrices<sup>95</sup>. L'information des porteurs de titres de la cible lors d'une offre publique d'achat participe donc de cette quête d'un rapprochement le plus juste possible entre la valeur marchande et la valeur fondamentale des titres<sup>96</sup>. C'est pourquoi les obligations de divulgation de la direction de la cible ainsi que celles de l'initiateur visent à rechercher la meilleure valeur possible, voire, à maximiser la valeur de la société cible. Celle-ci est accentuée dans le cadre d'une offre publique d'achat faite par un initié qui exige une divulgation plus étendue<sup>97</sup>. Ces opérations se soldent souvent par des primes très élevées au profit des porteurs dans les contextes d'enchères suscitées par la présence d'une pluralité d'offrants<sup>98</sup>.

Dans le processus de l'offre, la direction de la cible qui détient l'information privilégiée a des devoirs fiduciaires d'agir dans l'intérêt de la société. Elle visera donc à rejeter toute offre qui déprécie la valeur de la société. Grace à son avantage informationnel, la direction de la cible est mieux à même d'apprécier le caractère équitable de l'offre et d'informer les actionnaires sur la juste valeur de leurs titres. Bien que cet avantage informationnel puisse donner libre cours à des abus découlant de l'opportunisme des dirigeants, l'on peut reconnaître que l'encadrement du droit à l'information des actionnaires dans ce contexte contribue à promouvoir l'efficience du marché des prises de contrôle. Cette garantie est

---

<sup>95</sup> *Id.*, p. 558.

<sup>96</sup> « Dans un marché parfaitement efficient, le prix des titres reflète la valeur intrinsèque des entreprises », voir Stéphane ROUSSEAU et Patrick DESALLIER, *Les devoirs des administrateurs lors d'une prise de contrôle : étude comparative du droit de Delaware et du Droit canadien*, Montréal, 2<sup>e</sup> Éditions Thémis, 2016. P.103. voir aussi Mark GILLEN, «Capital market efficiency assumptions: An analytical framework with an application to disclosure Laws», (1994) 23 *Can. Bus. L. J.* 346

<sup>97</sup> *Règlement 61-101 sur les mesures de protection des porteurs minoritaires lors des opérations particulières*. c. V-1.1, r.33

<sup>98</sup> David I. JOHNSTON, Kathleen D. ROCKWELL et Christie FORD, *Canadian securities regulation*, 5<sup>e</sup> Edition 2014, LexisNexis Canada, p.383; voir aussi Alain PIETRANCOSTA, « La protection des investisseurs dans un contexte d'OPA », (2010) *Unif. Law Rev*, 815, 815-816; Mike BURKART et Fausto PANUNZI, « Takeovers », (2006) 118 *ECGI – Finance Working Paper*. 265.

renforcée par la surveillance des organismes de réglementation des marchés qui exigent que les informations transmises aux porteurs leur soient divulguées afin de s'assurer de la fiabilité de celles-ci.

En définitive, l'information des investisseurs est au cœur des théories sur la corporation tout comme des théories financières. La divulgation des informations permet aux investisseurs de faire des choix d'investissements éclairés et de constituer des portefeuilles efficaces. La divulgation de l'information permet également de réduire les coûts d'agence, facilite la surveillance des dirigeants par les investisseurs et vise à contrecarrer les opportunistes en réduisant les asymétries informationnelles qui conduisent aux abus. Ce faisant elle contribue à promouvoir la transparence et à préserver la confiance des investisseurs dans le système. Elle concourt également à stimuler les investissements dans une économie donnée dans la mesure où elle contribue à l'efficacité des marchés par une meilleure affectation des ressources et, de ce fait, permet de diriger les capitaux vers les entreprises qui ont les meilleurs projets d'investissement aux conditions les plus avantageuses.

Bien entendu, ceci suppose que les investisseurs sont en mesure de se fonder sur l'information pour prendre des décisions éclairées. Cela implique que tous les investisseurs sont dotés d'une certaine autonomie et une capacité d'analyse pour exploiter ces informations afin de prendre leur décision. De plus, cela repose sur l'idée que tous les investisseurs sont rationnels dans leurs décisions. Or la réalité est souvent autre. De nombreuses réserves sont émises quant à cette capacité attribuée aux investisseurs de se servir de l'information pour faire leurs choix d'investissement<sup>99</sup>. Il en résulte que la place accordée à l'information dans les

---

<sup>99</sup> Voir Jay R. RITTER, «Behavioral finance», (2003) 11 *Pacific-Basin Finance Journal* 429, 430; Omri BEN-SHAHAR et Carl E. SCHNEIDER, *More than you wanted to know: the failure of mandated disclosure*, Princeton and Oxford: Princeton University Press, 2014, p. 3.; Mark HOCHHAUSER, *Lost in the Fine Print: Readability of Financial Privacy Notices*, PRIVACY RIGHTS CLEARINGHOUSE (July 1, 2001), <http://www.privacyrights.org/ar/GLB-Reading.htm> (Exposant que dans un échantillon

décisions des investisseurs devrait être relativisée en raison des biais cognitifs, qui affectent leurs décisions et limitent leur rationalité. D'autres facteurs sont liés à l'inertie des actionnaires qui limitent leur accès à l'information.

## **II- Les limites de l'information dans les décisions des investisseurs**

L'importance de l'information dans la prise des décisions des investisseurs repose sur le principe de l'autonomie de ces derniers et est tributaire de leur aptitude à comprendre, à interpréter les informations et à formuler des décisions rationnelles. Ceci suppose également que les investisseurs ont la volonté de se baser sur l'information pour se décider. Or, les décisions d'investissement sont-elles toujours rationnelles? Tous les investisseurs ont-ils toujours la motivation de rechercher l'information dans toutes leurs décisions? Peuvent-ils s'en servir à bon escient?

### **A- De l'apathie ou l'inertie personnelle des actionnaires comme une limite à l'accès à l'information**

Il est généralement reproché aux actionnaires leur inertie et le peu d'intérêt qu'ils portent aux questions relatives à la gestion de la société<sup>100</sup>. Il est vrai qu'étant donné la diversification et la dispersion des actionnaires dans une société publique, il n'est pas évident que la décision de chaque actionnaire, pris individuellement, puisse affecter les résultats du vote. Le fait de ne pouvoir affecter le résultat par son action peut raisonnablement réduire la motivation de l'actionnaire<sup>101</sup>. Ce peu d'intérêt, voire, cette apathie des actionnaires a comme résultat que les efforts de

---

de soixante règles de confidentialité, seulement 3% à 4% de la population pouvaient comprendre le langage employé pour rédiger les contrats).

<sup>100</sup> Bernard S. BLACK, « Shareholder Passivity Re-examined », (1990) 89 *MICH. L. REV.* 520, 524; Myron P. CURZAN et Mark L. PELESH, « Revitalizing Corporate Democracy: Control of Investment Managers' Voting on Social Responsibility Proxy Issues », (1980) 93 *Harvard Law Review*, 670, 686.

<sup>101</sup> Bernard S. BLACK, « Shareholder Passivity Re-examined », (1990) 89 *MICH. L. REV.* 520, 524; voir aussi Julian VELASCO, « Taking shareholder rights seriously », (2007) 41, *U.C. Davis Law Rev.*, 604, 623.

production de l'information destinée à ceux qui lui accordent un certain intérêt dépasse de loin les bénéfices escomptés<sup>102</sup>.

De plus, à supposer que son action puisse changer l'issue de l'opération, un investisseur rationnel ne s'activera que s'il est certain que les gains générés par l'opération seront largement supérieurs à l'effort entrepris pour la réaliser<sup>103</sup>. Par exemple, si un investisseur détient des parts d'une valeur de 50 000 dollars dans une société et qu'une bonne décision d'affaire dans une opération permet d'accroître la valeur de la société de 1%, il ne pourra raisonnablement pas dépenser 500 dollars dans l'opération en vue d'affecter son issue. Dans la mesure où 1% de 50 000 correspond à 500, investir ces 500 dollars pour obtenir 500 dollars, constitue un effort qui n'est pas rentable, alors il ne sera pas rationnel pour lui de chercher à s'investir pour affecter l'issue de l'opération<sup>104</sup>.

De manière plus spécifique, si dans une opération d'offre publique d'achat, les coûts investis pour analyser les données, le traitement de l'information divulguée et le temps consacré pour la recherche et la vérification ne rapportent pas des gains individuels au porteur qui sont largement supérieurs à la prime qu'offre l'initiateur, alors un investisseur rationnel ne trouvera pas la motivation de s'y consacrer, car une telle entreprise ne serait pas rentable à l'issue d'une analyse coûts-avantages.

Dans ce cas, l'on pourrait souhaiter que toutes les charges nécessaires à une opération qui générerait des gains pour tous les porteurs soient supportées par tous. Ceci aurait le mérite de réduire le coût supporté par chaque porteur individuellement et de ce fait, augmenterait la marge bénéficiaire de chacun. Cependant, si cette option est possible dans les groupes restreints, elle est plus

---

<sup>102</sup> Voir dans ce sens Franklin A. GEVURTZ, *Corporation Law*, West Academic Publishing (2000) 230; George W. DENT, Jr., « Toward Unifying Ownership and Control in the Public Corporation », (1989) *Wis. L. Rev.* 881, 903-904.

<sup>103</sup> Voir Frank H. EASTERBROOK et Daniel R. FISHEL, « Voting in Corporate Law », (1983) 26 *J.L. & ECON.* 395, 420.

<sup>104</sup> Robert C. CLARK, « Vote Buying and Corporate Law », (1979) 29 *Case W. Res. L. Rev.* 776, 807.

difficile dans les larges groupes où la dispersion de l'actionnariat et les inégalités entre les porteurs ne favorisent pas des actions concertées.

Malheureusement, selon la théorie de l'action collective de Olson, bien qu'il soit généralement admis que les membres d'un groupe poursuivent la réalisation de l'intérêt général du groupe, il n'en demeure pas moins que chaque membre a également un intérêt personnel qu'il recherche. Tous les membres d'un groupe ne travaillent donc à la réalisation du bien commun, que parce que cela lui procurera un gain personnel. Très souvent, chacun va préférer, si cela est possible, que les autres membres supportent les coûts et naturellement souhaitera bénéficier du gain collectif<sup>105</sup>.

C'est dans ce sens que Manne constate que cette inertie des actionnaires est due au faible niveau d'accès à l'information :

« the great fault has been the lack of information available to shareholders with a resulting inertia on the part of shareholders about corporate matters »<sup>106</sup>.

En définitive nous constatons que l'inertie des actionnaires est la conséquence des facteurs structurels et d'une certaine rationalité économique. Si dans une analyse sur les coûts engagés pour le traitement de l'information et les avantages générés par l'impact de son action sur l'opération, l'investisseur ne parvient pas à dégager des marges bénéficiaires importantes, il ne trouvera aucune motivation à entreprendre une action qui, somme toute, n'est pas rentable.

C'est donc à juste titre que la divulgation de l'information lors des opérations d'offres publiques d'achat permet aux porteurs de disposer de l'information à moindre coût et vise à pallier cette carence d'information que Manne dit être à

---

<sup>105</sup> Mancur OLSON, *The Logic of Collective Action: Public Goods and the Theory of Groups*, Cambridge Massachusetts, Harvard University Press. 1971, pp. 17-22.

<sup>106</sup> Henry G. MANNE, «The "Higher Criticism" of the Modern Corporation», (1962) 62 *COLUM. L. REV.* 399, 408.; voir aussi Julian VELASCO, « Taking shareholder rights seriously », (2007) 41, *U.C. Davis Law Rev.* 604, 638.

l'origine de cette inertie et du manque d'engagement des actionnaires dans les opérations de la société. Une question demeure cependant; les actionnaires disposant de toute l'information pertinente, pourront-ils la déchiffrer et s'en servir pour prendre des décisions éclairées?

### **B- De la capacité des investisseurs à se servir de l'information pour prendre des décisions éclairées**

Certaines critiques formulées à l'encontre de la participation des actionnaires aux décisions est qu'ils ne sont pas toujours capables de prendre de bonnes décisions. Dans ce contexte, leur donner trop d'importance reviendrait à aller à l'encontre des intérêts de l'entreprise et des actionnaires eux-mêmes<sup>107</sup>. Cette incompétence est aussi souvent attribuée à certains facteurs comme la disponibilité et le temps<sup>108</sup>. Contrairement aux dirigeants qui gèrent les affaires de la société au quotidien, les actionnaires ne consacrent pas assez de temps à l'étude et à l'analyse des rapports. Le niveau de formation, le manque d'expertise et de jugement d'affaires sont autant de facteurs.

Cependant, les nombreuses critiques formulées sont surtout à l'endroit du petit investisseur, l'investisseur individuel qui pourrait ne pas avoir toutes les compétences nécessaires pour déchiffrer et utiliser l'information dans ses décisions d'investissement. Les informations à caractère financière exigent un certain niveau de compétence, que l'investisseur n'a pas toujours. Une nuance doit donc être faite au sujet de ces derniers facteurs dans la mesure où les investisseurs institutionnels

---

<sup>107</sup> Voir Stephen M. BAINBRIDGE, « Director Primacy and Shareholder Disempowerment », (2006) 119 *Harv. L. Rev.* 1735, 1745-1749.

<sup>108</sup> Julian VELASCO, « Taking shareholder rights seriously », (2007) 41, *U.C. Davis Law Rev.*, 604, 625.

ont des compétences suffisantes pour analyser et se servir des informations divulguées afin d'effectuer des choix d'investissement éclairés.<sup>109</sup>

Les informations à caractère financière sont d'une complexité qui requiert des capacités d'assimilation et d'analyse au-dessus de la moyenne<sup>110</sup>. Or contrairement à ce qui est généralement pensé, nombreuses sont des personnes adultes qui ne possèdent pas les compétences leur permettant de comprendre ce type d'information. Sur ce point, une étude<sup>111</sup> aux États-Unis révèle que 40 million de personnes adultes sont fonctionnellement analphabètes et 50 million le sont partiellement. Cette proportion serait encore plus grande en matière d'illettrisme mathématique, qui consiste en l'aptitude dans la compréhension et la manipulation des données chiffrées.

Comprendre les informations divulguées requiert un certain niveau de compétence. De plus, le flux d'informations contenant des données d'inégale importance exige que l'investisseur qui les reçoit soit doté des capacités lui permettant de les utiliser. Le volume d'informations servies aux investisseurs nécessite un degré d'expertise élevé pour les analyser et en extraire des données permettant de prendre une décision éclairée. Un facteur connexe est celui de la variété et la diversité des champs disciplinaires couverts par les informations divulguées.

À supposer que l'investisseur ait quelques compétences dans un domaine particulier, il y a des fortes chances qu'il soit illettré dans un autre domaine qu'il

---

<sup>109</sup> Lucian Arye BEBCHUK, «The Case Against Board Veto in Corporate Takeovers», (2002) 69 *U. Chi. L. Rev.* 973, 1003. «There is little reason to believe that decisions of institutional investors on whether to defer would be so poor that mandating would be preferable to letting them make such decisions »; Bernard S. BLACK, « Shareholder Passivity Re-examined », (1990) 89 *Mich. L. Rev.* 520, 584-591.

<sup>110</sup> Mark HOCHHAUSER, *Lost in the Fine Print: Readability of Financial Privacy Notices*, PRIVACY RIGHTS CLEARINGHOUSE (July 1, 2001), <http://www.privacyrights.org/ar/GLB-Reading.htm> (Exposant que dans un échantillon de soixante règles de confidentialité, seulement 3% à 4% de la population pouvaient comprendre le langage employé pour rédiger les contrats).

<sup>111</sup> Ad Hoc Comm. on Health Literacy for the Council on Scientific Affairs, Am. Med. Ass'n, *Health Literacy: Report of the Council on Scientific Affairs*, 281 *JAMA* 552, 552 (1999).

devrait pourtant maîtriser pour formuler un choix éclairé. Malheureusement, il est difficile pour un investisseur individuel de disposer d'une pareille expertise.

Par exemple Omri Ben-Shahar et Carl E. Schneider dans leur ouvrage *More than you wanted to know: the failure of mandated disclosure*, soulignent que l'on peut recenser environ 49 documents distincts constituant un dossier de contrat d'hypothèque, qui couvrent plusieurs champs du droit des contrats, du droit de la santé, du droit des valeurs mobilières, de la procédure pénale etc...<sup>112</sup> En somme, un domaine vaste et varié. Dans le cas d'espèce, on s'attend à ce que le requérant qui reçoit le dossier avec des formulaires et des informations sur les modalités du contrat d'hypothèque, comprenne toutes les clauses qui recouvrent un champ disciplinaire vaste de niveau universitaire. En est-il capable? Imaginant la vie de l'investisseur qui essaie de comprendre tout le flux d'informations qui lui parviennent, les auteurs affirment :

« Truly reading and trying to comprehend even a modicum of the disclosures we face would mean a life-time educational project like the worst of high-school boring subjects and nasty texts going on your permanent records »<sup>113</sup>

En somme nous pouvons déduire des développements qui précèdent que l'analyse et le traitement des informations à caractère financier requièrent un certain niveau de compétence. Cependant, les investisseurs institutionnels disposent des capacités nécessaires pour se servir de l'information pour prendre des décisions d'affaire éclairées. Sur ce, le niveau de compétence de l'investisseur ne peut valablement constituer une raison suffisante pour remettre en cause le caractère légitime et fondamental du droit à l'information pour l'actionnaire. En effet, le petit investisseur peut solliciter l'avis des conseillers financiers pour l'aider dans sa prise de décision. Leur droit d'accès à l'information demeure fondamental.

---

<sup>112</sup> Omri BEN-SHAHAR et Carl E. SCHNEIDER, *More than you wanted to know: the failure of mandated disclosure*, Princeton and Oxford: Princeton University Press, 2014 p. 22.

<sup>113</sup> *Id.*, p. 70.

### **C- La rationalité limitée des investisseurs comme limites à l'impact de l'information dans leurs décisions**

L'importance accordée à la divulgation de l'information au profit des investisseurs repose sur l'idée que ces derniers se basent sur cette information pour prendre des décisions d'investissement. Cela implique qu'ils sont des acteurs rationnels qui font des choix rationnels fondés sur l'information disponible. Or ce n'est pas toujours le cas. L'approche comportementale de la finance se base sur les outils empruntés de la psychologie cognitive pour soutenir que tous les acteurs ne font pas toujours preuve de rationalité dans leurs décisions d'affaires.

L'approche comportementale de la finance a été pour la première fois évoquée par Von Neumann et Morgenstern<sup>114</sup>. La finance comportementale met en lumière les biais cognitifs qui affectent les décisions des investisseurs. Elle révèle que les investisseurs ont souvent exagérément confiance en leurs capacités et ont tendance à se fier à leurs expériences passées<sup>115</sup>. Ces facteurs ainsi que des croyances erronées affectent la rationalité des investisseurs. En effet, il a été démontré que la décision des investisseurs dépendra beaucoup plus de la façon dont les choses leur sont présentées que du fond du message qui leur est transmis. Ainsi par exemple, les psychologues cognitifs ont démontré que les médecins présenteront plus volontiers des taux de survie à un traitement plutôt que les probabilités d'échec<sup>116</sup> dans la mesure où le comportement de l'acteur dépend en grande partie de la façon dont les choses lui sont présentées mieux que du message contenu dans l'information.

---

<sup>114</sup>John VON NEUMANN et Oskar MORGENSTERN, *Theory of games and economic behavior*, Princeton University Press, Princeton, NJ. 1947, pp. 2-8.

<sup>115</sup>Jay R. RITTER, «Behavioral finance», (2003) 11 *Pacific-Basin Finance Journal*, 429, 433.

<sup>116</sup>Jay R. RITTER, «Behavioral finance», (2003) 11 *Pacific-Basin Finance Journal*, 429, 431-432. Voir aussi dans le même sens, Ejan MACKAAY et Stéphane ROUSSEAU dans *Analyse économique du droit*, 2e éd. Montréal/Paris, Éditions Thémis/Dalloz, 2008, p. 31 citant Amos TVERSKY et Daniel KAHNEMAN, « Rational choice and the framing of decisions », (1986) 59 *The Journal of Business* 251, 254-255.

Dans son concept de la rationalité limitée, Herbert Simon fait également remarquer que le fondement de la décision sur la base de l'information est une approximation dans la mesure où l'information n'est prise en compte que de manière sélective; l'on ne saurait dire avec exactitude que la décision repose sur l'intégralité de l'information. Il est établi que :

« Les décideurs humains disposent rarement de l'information nécessaire pour inventorier et valoriser correctement toutes les options qui leur sont ouvertes [...] même si toute l'information pertinente était disponible, le décideur ne saurait en tenir compte pour arriver à sa décision [...] l'esprit humain ne peut faire que peu de choses à la fois. Il doit avoir recours à des schémas simplificateurs afin de délimiter les informations qui seront considérées dans la décision »<sup>117</sup>.

En définitive, peut-on, à la lumière de ce qui précède conclure à l'inutilité de l'information dans les choix d'investissements des investisseurs? Nous pouvons remarquer que bien que ces thèses évoquent des bémols à l'impact de l'information dans les décisions des investisseurs, elles ne sauraient remettre en cause l'importance de la divulgation de l'information qui reste l'élément central de l'évaluation des actifs financiers et de l'efficacité des marchés. Si elle permet de renseigner l'investisseur sur les risques et le rendement associés à un titre, la divulgation de l'information est un moyen de contrecarrer les opportunistes, et vise ainsi à promouvoir la transparence dans les marchés. Au final, c'est en révélant les situations dans lesquelles, et les raisons pour lesquelles dans certains cas, les acteurs ne tiennent pas compte intégralement de l'information disponible, que ces critiques donnent à la divulgation de l'information au profit des investisseurs et du marché son rôle central :

---

<sup>117</sup> Voir Ejan MACKAAY et Stéphane ROUSSEAU, *Analyse économique du droit*, 2e éd. Montréal/Paris, Éditions Thémis/Daloz, 2008, p. 29. Présentant la conception de la rationalité limitée des individus décideurs. Voir aussi Herbert A. SIMON, « On how to decide what to do », (1977) 9, *The Bell Journal of Economics*, 494-507.

« The efficient markets hypothesis does not assume that all investors are rational, but it does assume that markets are rational. Efficient markets hypothesis does not assume that markets can foresee the future, but it does assume that markets make unbiased forecasts of the future. In contrast, behavioral finance assumes that, in some circumstances, financial markets are informationally inefficient. »<sup>118</sup>

C'est en considérant ce caractère fondamental de l'information dans l'évaluation des actifs financiers, dans l'efficacité des marchés et son importance dans la prise de décision des investisseurs que le droit canadien des offres publiques d'achat fait de la divulgation intégrale des informations fiables aux porteurs des titres de la société cible l'élément central de l'encadrement de ces opérations.

---

<sup>118</sup> Jay R. RITTER, «Behavioral finance», (2003) 11 *Pacific-Basin Finance Journal* 429, 430.

## **Chapitre II : La protection du droit à l'information des actionnaires lors d'une offre publique d'achat : Régime juridique et mécanismes de protection**

L'information des actionnaires de la société cible d'une offre publique d'achat est le pilier central de leur protection. Ce souci qui a été à l'origine des toutes premières réglementations des offres publiques d'achat tant aux États-Unis, au Royaume-Uni qu'au Canada est demeuré constant tout au long des diverses modifications législatives intervenues au fil des ans. À la suite des scandales qu'ont connu les marchés, la réglementation des offres publiques a mis un accent sur la fiabilité de l'information qui, en s'associant aux garanties sur l'accessibilité de l'information, constituent les deux grands piliers d'encadrement du droit à l'information des actionnaires de la cible lors d'une opération d'offre publique d'achat.

### **I- Bref aperçu historique sur la prise en compte du droit à l'information des actionnaires dans la réglementation des offres publiques d'achat**

La protection du droit à l'information des actionnaires lors d'une offre publique d'achat n'est pas une apparition soudaine à l'image de Venus qui sortit toute armée des cuisses de Jupiter; il y a eu des antériorités de faits. En effet, le contexte de la naissance des toutes premières réglementations des offres publiques d'achat nous permettent de mettre en évidence, le rôle séculier que joue l'information des actionnaires de la cible dans ces opérations. Avant de voir plus en détail l'évolution de l'encadrement de ce droit au Canada, nous allons faire un bref survol du contexte qui a prévalu à l'adoption des règles d'encadrement des offres publiques d'achat aux États-Unis et au Royaume uni.

- Aux États-Unis

Jusqu'aux années 1960, les prises de contrôle aux États-Unis ne faisaient pas l'objet d'une réglementation<sup>119</sup>. Le seul moyen de prendre contrôle d'une société était d'obtenir des procurations des actionnaires et de remplacer le conseil et les dirigeants<sup>120</sup>, dans la mesure où le *Securities Exchange Act* de 1934 permettait dans son paragraphe 14, l'application des règles de procuration en vue de prendre contrôle des sociétés. Cependant les textes et les tribunaux n'étaient pas dotés des moyens pour réprimer ou sanctionner les tactiques agressives des initiateurs ou des dirigeants et administrateurs qui violaient les droits des actionnaires<sup>121</sup>.

Dans le milieu des années 60, des offres publiques se multiplient et remplacent progressivement les recherches de procurations devenant de ce fait le moyen privilégié de prise de contrôle.<sup>122</sup> Leur succès est en partie dû à la rapidité du processus qui, mieux que la recherche de procurations, permet à l'acquéreur de gagner du temps, de se passer d'un conseil d'administration encombrant en s'adressant directement aux actionnaires. Le plus grand avantage de ces offres publiques est leur coût relativement bas.<sup>123</sup>

---

<sup>119</sup> John ARMOUR, Jack B. JACOBS Curtis J. MILHAUPT, « The evolution of hostile takeover regimes in developed and emerging markets: An analytical framework », (2011) 52 *Harvard International Law Journal* 220, 239-245.

<sup>120</sup> Randall S. THOMAS et Catherine T. DIXON, *Aranow & Einhorn on proxy contests for corporate control*, Aspen Law & Business, 3rd Ed, Aranow & Einhorn, 2001. §1.01[A], pp. 1-6 to 1-8. Voir John ARMOUR et Brian C. CHEFFINS, « Offensive Shareholder Activism in US Public Companies, 1900-49 », (2011) *Working Paper, University of Cambridge/University of Oxford*, pp. 39-44.

<sup>121</sup> Voir dans ce sens, *Schnell v. Chris Craft Industries, Inc.*, 285 A.2d 437 (Del. 1971)); voir aussi, *Lerman v. Diagnostic Data, Inc.*, 421 A.2d 907 (Del. Ch. 1980) (invalidant une règle insérée dans les statuts qui visait à empêcher toute tentative de prise de contrôle de prospérer en raison des conditions qu'il fallait remplir pour pouvoir solliciter des procurations); *Blasius Indus. v. Atlas Corp.*, 564 A.2d 651 (Del. Ch. 1988).

<sup>122</sup> Samuel L. HAYES III et Russell A. TAUSSIG, « Tactics of Cash Takeover Bids », (1967) 45 *HARV. BUS. REV.* 135, 136-137.

<sup>123</sup> Randall S. THOMAS et Catherine T. DIXON, *Aranow & Einhorn on proxy contests for corporate control*, Aspen Law & Business, 3rd Ed, Aranow & Einhorn, 2001, n.1 at §1.01[B], p. 1-9. and n. 23.

Toutefois, jusqu'en 1968, les offres publiques sont presque toujours faites à travers des stratégies abusives au détriment des actionnaires de la cible. La stratégie favorite pendant cette période était ce qui est communément appelé le "Saturday night special". L'offre était faite avec des délais très courts et peu, ou pas du tout d'information pour permettre aux actionnaires de l'évaluer.<sup>124</sup> Ces stratégies mettaient sous pression les actionnaires.

En 1968, le congrès américain répond à ces abus en adoptant le *Williams Act* pour protéger les porteurs de titres de la cible. Cette modification législative ajoute de nouvelles sous-sections aux sections 13 et 14 du *Securities Exchange Act* de 1934. Ces amendements imposent de nouvelles obligations de divulgation importantes au profit des actionnaires et créent des règles de procédures relatives aux offres publiques d'achat qui éliminent les abus.<sup>125</sup>

Ainsi, la toute première réglementation des offres publiques d'achat aux États-Unis est née de l'abus des initiateurs qui présentaient des offres coercitives, lesquelles

---

<sup>124</sup> John ARMOUR, Jack B. JACOBS Curtis J. MILHAUPT, « The evolution of hostile takeover regimes in developed and emerging markets: An analytical framework », (2011) 52 *Harvard International Law Journal* 220, 239-245.

<sup>125</sup>Id.; Section 13(d) exige une divulgation publique lorsqu'une personne ou un groupe acquiert 10% ou plus (plus tard réduit à 5%) d'une des catégories d'actions d'une société ouverte inscrite en vertu de la *Exchange Act*. Section 13(3) réglemente l'offre de rachat en exigeant une divulgation plus complète et plus étendue au profit des porteurs pour les informations importantes relatives à l'offre. La Section 14(d) exige de toute personne initiant une offre visant à obtenir 5% ou plus des titres d'une des catégories d'actions d'une société cotée de remplir les formalités de divulgation d'information similaires à celles requises à la Section 13(d). La Section 14(d), mise en œuvre par la règle 14d-7 de la Securities exchanges Commission exige à l'initiateur de permettre aux porteurs de pouvoir retirer leurs titres avant la date de clôture de l'offre. La Section 14(d)(6), mise en œuvre par la SEC Rule 14d-8, dispose qu'en cas de d'offre partielle, lorsque les titres déposés pendant la période de validité de l'offre, dépasse la quantité prévue par l'offrant, que ce dernier procède à une réduction proportionnelle. La Section 14(d)(7) exige que, lorsque les conditions de l'offre s'améliorent, celles-ci doivent bénéficier à tous les porteurs, y compris ceux qui avaient déjà déposé leurs titres. La Section 14(émise en œuvre par la SEC Rule 14e-1, interdit toute fraude relative à l'offre et oblige l'offrant de maintenir son offre pendant une durée minimale de 20 jours. Selon la SEC Rule 14e-2, Dès lors qu'une offre est lancée, le conseil de la cible doit, dans les 10 jours ouvrables, divulguer des informations aux porteurs pour leur permettre de prendre une décision éclairée. Le conseil peut également indiquer s'il recommande l'offre ou non; Ou s'il ne peut se prononcer, en donner les raisons. ; voir aussi William J. CARNEY, *Mergers and acquisitions, cases and materials*, 2d ed. New-York NY Foundation Press. 2007 pp. 927-929; et Stephen M. BAINDRIDGE, *Mergers and acquisitions*, Foundation Press 2<sup>e</sup> ed. 2007 pp. 288-289.

donnaient peu ou pas du tout d'informations aux actionnaires et peu de temps pour leur évaluation. La réaction qui a donné naissance au tout premier texte réglementaire encadrant ces opérations sera entièrement fondée sur la nécessité d'obliger les initiateurs d'offres à fournir suffisamment d'informations aux actionnaires dont les titres sont sollicités.

- En Angleterre

Si le souci de protéger le droit à l'information des actionnaires est au cœur du *City Code* anglais tout comme dans le *Williams Act* américain, les circonstances et les faits qui ont précédé et conduit à leurs adoptions diffèrent quelque peu. Car, contrairement au cas des États-Unis, où les agressions venaient surtout des initiateurs, au Royaume-Uni, c'est davantage les réactions de la direction de la cible qui ont les premiers transgressé les droits à l'information des actionnaires en les privant des possibilités de répondre à une offre.

Au Royaume-Uni, les offres publiques d'achat débutent à l'aube des années 1950. Le contexte est marqué par le fait que le *Compagnies Act* de 1948 avait favorisé et amélioré les règles de divulgation des rapports financiers des entreprises publiques.<sup>126</sup> Il est également favorisé par le fait que le secteur immobilier avait connu une inflation des prix et abouti à l'augmentation de la valeur des sociétés opérant dans le secteur.<sup>127</sup> Cependant, les dirigeants n'intégraient pas les profits escomptés dans leurs livres, encore moins dans la valeur marchande des titres et de ce fait, sous-évaluaient les entreprises, ce qui avait un impact négatif sur le prix de l'action sur le marché et les rendait attractifs aux offres d'achat.

---

<sup>126</sup> Voir par exemple, *Mergers Take Over*, *ECONOMIST*, July 4, 1959, p. 41.

<sup>127</sup> Les Hannah, «Takeover Bids in Britain Before 1950: An Exercise in Business "Pre-History" », (1974) 16 *BUS. HIST.* 65, 75–76.

C'est dans un tel contexte que l'investisseur Charles Chlore entreprit sa première offre publique d'achat en 1953<sup>128</sup>. Dans la mesure où la valeur marchande des titres ne correspondait pas à leur juste valeur, et surtout, les dépréciait considérablement, l'offre révéla que les investisseurs dans les entreprises publiques britanniques disposaient de peu d'information sur ces dernières et ne se basaient que sur les dividendes versés pour déterminer la conformité des dirigeants à leurs devoirs.<sup>129</sup> Les dividendes étaient donc considérés comme références pour la valeur des titres.<sup>130</sup>

Il faut noter également qu'après la deuxième guerre mondiale, l'actionnariat des entreprises publiques anglaises se mit à se disperser rapidement, alors que les règles régissant les sociétés restaient fortement dominées par l'esprit d'un actionnariat structurellement concentré. Il en résulte que les investisseurs qui, déjà, n'étaient pas suffisamment informés le devinrent de moins en moins sur la situation réelle de la société.<sup>131</sup>

Deux affaires importantes relatives aux offres publiques d'achat hostiles dans l'histoire de la réglementation des prises de contrôle au Royaume-Uni vont mettre en exergue cette atteinte aux droits des actionnaires. La toute première est la bataille pour l'acquisition du *Savoy Hotel Ltd.*, dans lequel le conseil s'interposa contre une offre en usant d'un moyen de défense redoutable, soit le *lock-up*

---

<sup>128</sup> John ARMOUR, Jack B. JACOBS Curtis J. MILHAUPT, « The evolution of hostile takeover regimes in developed and emerging markets: An analytical framework », (2011) 52 *Harvard International Law Journal* 220, 233.

<sup>129</sup> Brian R. CHEFFINS, « Dividends as a Substitute for Corporate Law: The Separation of Ownership and Control in the United Kingdom », (2006) 63 *WASH. & LEE L. REV.* 1273, 1275-76; John ARMOUR, Jack B. JACOBS Curtis et J. MILHAUPT, « The evolution of hostile takeover regimes in developed and emerging markets: An analytical framework », (2011) 52 *Harvard International Law Journal*, 220, 239-245.

<sup>130</sup> Voir George BULL et Anthony VICE, *Bid for power*, Elek Books, 3d ed. 1961. P. 30.

<sup>131</sup> John ARMOUR, « Enforcement Strategies in UK Corporate Governance: A Roadmap and Empirical Assessment », in Armour & Payne (eds). *Rationality in company law: Essay in honour of Dan PRENTICE*, (2009) 71, pp. 112-115.

*strategy*<sup>132</sup> au mépris flagrant du droit à l'information des actionnaires. Le fond du problème dans cette affaire est que les actionnaires n'avaient pas été consultés et n'ont pas eu voix au chapitre, ce qui a engendré une grande controverse attirant l'attention du *Board of Trade* qui a décidé d'intervenir.<sup>133</sup> Il jugea le comportement du conseil de *Savoy* non conforme avec ses obligations fiduciaires.<sup>134</sup> Mais, dans la mesure où la position du *Board of Trade* manquait d'autorité légale et donc de force exécutoire, ce type de comportement continuait. Puisque l'actionnariat continuait à se disperser et les conseils étaient de plus en plus constitués par des administrateurs détenant un faible pourcentage d'actions, les initiateurs d'offres hostiles s'activaient de plus en plus<sup>135</sup>.

Le point culminant dans l'histoire de la réglementation des offres publiques d'achat au Royaume-Uni est la bataille pour le contrôle de *British Aluminium* de 1958. Dans le cas d'espèce, la direction de *British Aluminium* est approchée secrètement par deux acquéreurs. Le conseil rejette l'offre et décide de mettre sur pied une pilule empoisonnée (notamment émettre de nouvelles actions)<sup>136</sup>. Puisque, selon les statuts de *British Aluminium*, l'émission de nouvelles actions ne nécessitait pas l'approbation des actionnaires, le conseil de *British Aluminium* ne se préoccupa pas de les consulter. De ce fait, l'initiateur, *TI-Reynolds*, décida de s'adresser publiquement et directement aux actionnaires.<sup>137</sup> Les groupes d'investisseurs institutionnels estimèrent que ce n'était pas approprié de prendre des mesures

---

<sup>132</sup> Battle for the Savoy, *ECONOMIST*, 12 Decembre 1953, pp. 831, 831–832; Savoy Group's New Company, *TIMES* (London), Dec. 7, 1953, at 17.

<sup>133</sup> Battle for the Savoy, *ECONOMIST*, 12 Decembre 1953, pp. 831, 832.

<sup>134</sup> John ARMOUR, Jack B. JACOBS et Curtis J. MILHAUPT, « The evolution of hostile takeover regimes in developed and emerging markets: An analytical framework », (2011) 52 *Harvard International Law Journal*, 220, 228.

<sup>135</sup> Brian R. CHEFFINS, *Corporate Ownership and Control: British Business Transformed*, Oxford University Press. 2008, 325.

<sup>136</sup> Voir Battle for British Aluminium, *ECONOMIST*, Dec. 6, 1958, 913, 913–15. Choice in British Aluminium, *ECONOMIST*, Dec. 13, 1958, at 1005, 1006). « Under BA's constitution, issuing new shares did not require shareholder approval».

<sup>137</sup> British Aluminium Board's Statement, *TIMES* (London), Dec. 6, 1958, at 11; British Aluminium Reveals Contract with Alcoa, *TIMES* (London), Nov. 29, 1958, 12.

comme la direction de *British Aluminium* l'avait fait sans l'aval des actionnaires.<sup>138</sup> Les actionnaires décidèrent de vendre leurs actions à *TI-Reynolds*, contre le gré de la direction, qui avait souhaité qu'il en fut autrement.

L'affaire *British Aluminium* laissa une trainée de poudre, dans la mesure où la plupart des conseils d'administration des entreprises publiques décidèrent de ne plus recourir à de tels procédés sans l'aval des actionnaires. Cette affaire a révélé l'importance de réglementer les offres publiques d'achat en Grande Bretagne. En juillet 1959, le gouverneur de la Banque d'Angleterre crée un comité constitué d'un groupe de représentants des grandes banques commerciales, d'investisseurs institutionnels, et de la *London Stock Exchange* à rédiger un code de conduite pour les offres de prises de contrôle.<sup>139</sup> À l'automne 1959, le comité met sur pied les *Notes on Amalgamation of British Businesses* qui énoncent un certain nombre de principes tous orientés vers la primauté de la protection de l'intérêt des actionnaires de la cible.<sup>140</sup> Les notes contenaient quatre principes majeurs ; parmi ceux-ci, le principe qu'il ne doit y avoir aucune interférence dans le libre commerce des titres; qu'il revient aux actionnaires de décider s'ils veulent vendre leurs titres ou les conserver; que les actionnaires ont le droit de recevoir des informations suffisantes pour prendre des décisions éclairées et qu'il doit leur être accordé suffisamment de temps pour les analyser.<sup>141</sup>

Les *Notes* ont été accueillies très favorablement. Cependant, elles manquaient de force, car aucun mécanisme d'application, de surveillance et d'exécution n'avait été mis sur pied. Ce problème se révéla dans la bataille pour le contrôle de *Metal Industries Ltd*, en 1967, où les procédés et tactiques utilisés furent similaires à

---

<sup>138</sup> «No Early Move on Aluminium», THE TIMES, Decembre 5, 1958, 12; No Early Official Decision on British Aluminium, THE TIMES, Decembre 5, 1958, 19.

<sup>139</sup> Voir Rules for Takeovers? ECONOMIST, Oct. 17, 1959, 270, 270–71; Takeover Study and Other Needed Reforms, TIMES (London), Oct. 13, 1959, 19.

<sup>140</sup> Editorial, Take-Over Ethics, TIMES (London), Oct. 31, 1959, 7.

<sup>141</sup> Voir par exemple, City Code of Conduct on Take-Over Bids, TIMES (London), Oct. 31, 1959, 6; Queensberry Rules for Bids, ECONOMIST, Oct. 31, 1959, p. 440, 441.

ceux de *British Aluminium* de 1958<sup>142</sup>. Cette situation a souligné l'urgence de la mise sur pied d'un organisme étatique chargé de contrôler, de surveiller et de connaître le cas échéant, des litiges relatifs au respect des règles de procédures dans les opérations de prises de contrôle. La banque d'Angleterre convoqua à nouveau un comité en vue d'établir un instrument plus efficace pour réglementer les prises de contrôle.<sup>143</sup> Ceci conduisit à la naissance du *City Code* en mars 1968.

Le *City Code* réaffirme la norme de la primauté des actionnaires et la protection de leur droit à l'information lors des opérations de prise de contrôle tel que le faisaient les *Notes*, mais leur donne force et vigueur par la création d'un organisme : Le *City Panel on Takeovers and Mergers*, qui a le pouvoir de contrôler et surveiller le déroulement des offres publiques de prise de contrôle afin de vérifier leur conformité aux règles du *City Code*. Le *Panel* était également investi des pouvoirs de juger et de connaître des différends relatifs aux violations des droits des actionnaires lors de prises de contrôle. C'est ainsi que le droit à l'information des actionnaires lors des prises de contrôle a obtenu droit de cité dans l'ordre juridique britannique.

En définitive, ce bref rappel historique du contexte qui a prévalu aux premières consécutions du droit à l'information des actionnaires lors d'une offre publique d'achat nous a permis de constater que le souci premier des toutes premières législations sur les offres de prises de contrôle était la protection des porteurs de titres à qui il fallait donner suffisamment d'informations et le temps nécessaire pour qu'ils analysent sereinement l'offre et puissent y répondre de manière

---

<sup>142</sup> Voir: All for the Lack of a Referee, *TIMES* (London), July 17, 1967, p. 21; Back to the Jungle, *ECONOMIST*, July 22, 1967, 337, 337; Sandy McLACHLAN & Philip JACOBSON, Thorn Deal with MI Strips Control Away from Aberdare, *TIMES* (London), July 17, 1967, p.17. « Contemporaneously, the board of International Distillers and Vintners used a similar tactic, staving off a hostile bid by persuading a friendly third party to buy a substantial stake in the market ». Voir à ce sujet Roy MACKIE, « Watney Mann was Mystery Buyer of IDV Shares », *TIMES* (London), July 25, 1967, p.17.

<sup>143</sup> Roy MACKIE, City Acts to Put its House in Order, *TIMES* (London), July 20, 1967, 17; Roy Mackie, City Panel to Oversee Takeovers, *TIMES* (London), Sept. 21, 1967, 19; Takeover Code: Enforceable, *ECONOMIST*, Sept. 23, 1967, p. 1130, 1130.

adéquate. Ces développements nous ont également permis de voir que les offres hostiles ont été à l'origine de ces premières législations, aussi bien aux États-Unis qu'en Grande Bretagne : elles étaient le théâtre des abus qui ont révélé les manœuvres mettant en exergue les risques auxquels sont exposés les investisseurs, lesquelles appelaient un encadrement adéquat de ces opérations.

- **La réglementation des offres publiques d'achat au Canada : bref aperçu historique sur la place du droit à l'information des actionnaires**

Jusqu'en 1967, au Canada, il n'existe pas de réglementation spécifique des offres publiques d'achat. Le régime de divulgations des émetteurs est volontaire, à l'image du régime britannique<sup>144</sup>. Cependant en 1963, l'acquisition de *Canadian Oil Company Limited* par *Shell Oil Company of Canada Ltd* va révéler que les acteurs s'étaient abusivement servis des informations confidentielles pour transiger au cours de cette opération<sup>145</sup>. Les principales accusations portaient essentiellement sur l'utilisation par certains initiés de l'information privilégiée et confidentielle qui leur avait permis de s'enrichir abusivement. Comme il n'existait pas de cadre réglementaire pour sanctionner de tels abus de marché, ceci a suscité des réflexions sur l'importance de mettre sur pied un cadre réglementaire approprié.

C'est dans ce contexte que le comité *Kimber*<sup>146</sup> a été mis sur pied. Dans son rapport produit en 1965, le comité recommandait une mise à jour de la législation voire une révision complète de la *Loi sur les valeurs mobilières* afin d'y inclure un régime statutaire pour réglementer les offres publiques d'achat et les opérations d'initiés<sup>147</sup>. S'agissant des offres publiques d'achat, le rapport mettait l'accent sur les obligations de divulgations au profit des actionnaires de la cible dont les titres

---

<sup>144</sup> John P. WILLIAMSON, *Securities Regulation in Canada*, Toronto, University of Toronto Press, 1960 réédité en 1966 p.375.

<sup>145</sup> David JOHNSTON, *Canadian Securities Regulation*, Toronto, Butterworths. 1977, p.318.

<sup>146</sup> *Report of the Attorney General's Committee on Securities Legislation in Ontario*, Rapport produit en Mars 1965; ci-après "*Rapport Kimber*".

<sup>147</sup> *Rapport Kimber*, point III; Daniel D. PRENTICE, «Takeover bids: Part IX of the Ontario Securities Act 1966», (1971) 19 *Am. J. Comp. L.* 325.

étaient sollicités. Le rapport estimait que le régime d'encadrement des offres publiques d'achat devait chercher à protéger les actionnaires de la cible sans entraver le bon fonctionnement du marché. À cet effet, bien que le comité exigeât que soient fournies aux actionnaires des informations suffisantes et du temps pour évaluer l'offre, il ne trouva pas nécessaire que soit obligée la divulgation de l'identité de l'offrant, estimant que cela pourrait décourager un initiateur qui souhaite garder l'anonymat, et considérait que l'élément essentiel dans la décision des porteurs était le prix offert<sup>148</sup>.

Le comité ne trouva pas non plus nécessaire d'obliger l'initiateur à informer sur ses intentions et ses plans pour la cible une fois acquise. Cette question était tout de même pertinente et les avis étaient partagés. Pour certains<sup>149</sup>, une telle information est importante et constitue un élément qui est pris en compte par l'actionnaire dans sa décision en réponse à une offre; dans la mesure où un actionnaire qui souhaite conserver ses titres court le risque de se retrouver dans une société contrôlée et contraint à accepter une condition moins avantageuse. Par exemple il pourrait voir ses actions converties en créances privilégiées.

Cependant, d'autres<sup>150</sup> estimaient qu'exiger que l'initiateur divulgue des informations sur ses intentions et ses plans pourrait contribuer à décourager un initiateur qui ne souhaiterait pas dévoiler aux concurrents ou à la direction de la cible des éléments qui ressortissent de son ingénierie d'affaires et irait à l'encontre de ses intérêts. Une telle exigence constituerait un obstacle au développement du marché des prises de contrôle<sup>151</sup>.

---

<sup>148</sup> *Id.* parag.3.

<sup>149</sup> Robert L. FALBY, « Take-over Bids and the Ontario Securities Act of 1966 », (1967) 5 *Osgoode Hall Law Journal*, 227, 239. Consulté en ligne le 12 mai 2016 à <http://digitalcommons.osgoode.yorku.ca/cgi/viewcontent.cgi?article=2385&context=ohlj>

<sup>150</sup> Voir John T. D. COURTRIGHT, *Securities Regulation of Take-over Bids in Canada*, Calgary, Carswell Legal Publications, 1985, p. 15.

<sup>151</sup> *Rapport Kimber*, parag. 3.18.

En tout état de cause, les recommandations du comité *Kimber* visaient la protection des actionnaires de la cible en leur donnant accès à l'information la plus complète possible et en leur allouant du temps pour évaluer l'offre et y répondre de manière éclairée<sup>152</sup>. Ces recommandations vont constituer la trame de fond de l'*Ontario Securities Act*<sup>153</sup> du 1<sup>er</sup> Mai 1967, qui consacrait sa partie IX aux offres publiques d'achat. Celle-ci imposait des obligations de divulgations étendues tant à l'offrant qu'à la direction de la cible pour s'assurer que les actionnaires de la cible détiennent des informations suffisantes pour prendre une décision éclairée. À cet effet, toute offre devait être accompagnée d'une note et d'une circulaire contenant les informations exigées pour permettre aux porteurs de titres de la cible d'évaluer l'offre afin de choisir librement de l'accepter ou de la rejeter.

Dans la mouvance de cette réglementation, quatre provinces de l'ouest, notamment l'Alberta, la Colombie Britannique, le Manitoba, la Saskatchewan, vont adopter une réglementation similaire<sup>154</sup> qui formera un cadre harmonisé de réglementation pour ces provinces. En 1971, le Québec procédera également à une modification législative pour intégrer, dans sa nouvelle loi sur les valeurs mobilières, un chapitre sur les offres publiques d'achat fortement influencé par les recommandations du comité *Kimber*.<sup>155</sup>

Des réformes importantes vont être entreprises à la suite du rapport du comité de l'industrie des valeurs mobilières relative aux offres publiques d'achat de 1983. Ce rapport préconisait entre autres d'obliger l'offrant à divulguer de l'information concernant ses intentions sur la cible une fois acquise<sup>156</sup>. En 1996, soucieux

---

<sup>152</sup> Id, parag 3.14.

<sup>153</sup> L'*Ontario Securities Act* est adopté en 1966. Securities act S.O. c.142. 1er Mai 1967.

<sup>154</sup> En Alberta: Securities Act, S.A. 1967 c.76.; en Colombie Britannique: S.B.C. 1967 c.45; au Manitoba: Securities Act 1968 c.57; au Saskatchewan: Securities Act S.S. 1967, c.81. Au Québec: 1971 c.77, et plus particulièrement la loi de 1973 c.67 modifiant la loi des valeurs mobilières de 1971, qui consacre ses articles 113 à 138 aux offres publiques d'achat.

<sup>155</sup> *Loi modifiant la loi des valeurs mobilières 1971 c.77*, sanctionné le 7 juillet 1971. En son article 17 modifiant l'article 83 de la loi de 1964.

<sup>156</sup> Voir David L. JOHNSTON, Kathleen D. ROCKWELL et Christie FORD, *Canadian securities regulation*, 5e Edition 2014, LexisNexis, pp.384; Pierre LOTTIE, *The Regulation of Take-Over Bids*

d'accorder du temps nécessaire aux porteurs de titres de la cible pour analyser les informations divulguées dans le cadre d'une OPA, le *rapport Zimmerman*<sup>157</sup> souligne l'importance d'étendre la durée de l'offre de 21 jours à 35. Il préconise également un délai de révocation qui permet aux porteurs ayant déposé leurs titres de pouvoir les retirer à tout moment lorsque l'initiateur n'a pas pris livraison.

Par la suite, la nécessité d'élaborer une réglementation harmonisée à l'échelle nationale tout en respectant le principe constitutionnel de la compétence des provinces dans la réglementation du commerce et le droit civil, va conduire à l'institution des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) qui est une entité informelle regroupant les organismes provinciaux de réglementation des valeurs mobilières. C'est dans cette volonté d'harmonisation que, par une entente multilatérale, va être adopté le *Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat*<sup>158</sup> en vigueur dans toutes les provinces sauf l'Ontario, où l'*Ontario Rule 62-504, "Take-Over Bids and Issuer Bids"*<sup>159</sup> est en vigueur. Cette réglementation ne s'est pas dérobée de l'esprit qui a prévalu lors des premiers textes. Bien au contraire, l'encadrement du droit à l'information des actionnaires de la cible s'est trouvé renforcé et demeure la poutre maîtresse sur laquelle repose l'édifice de leur protection.

Par un choix de politique législative, le Canada fait de la protection des investisseurs de la cible sa priorité. Il leur revient de prendre la décision de vendre ou de conserver leurs titres lors des offres publiques d'achat. La réglementation impose des obligations de divulgations étendues de l'initiateur et de la direction de la cible. Pour mieux assurer cette protection, les organismes de réglementation des valeurs mobilières n'hésiteront pas à intervenir pour éviter ou faire cesser des

---

*in Canada: Premium Private Agreement Transactions: Report of the Securities Commission on Take-Over Bids* (Ottawa: Securities Industry Commission on Take-Over Bids, 1983) p.6.

<sup>157</sup> *Report of the Committee to Review Take-Over Bid Time Limits* (Toronto: Investment Dealers Association of Canada, 1996) [Zimmerman Report].

<sup>158</sup> *Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat*, (2008) 140 G.O. II,

<sup>159</sup> *Ontario rule Rule 62-504, "Take-Over Bids and Issuer Bids"* OSC Rule 62-504.

abus. Ce palliatif à certaines limites observées à l'époque dans *l'Ontario Securities Act* de 1967 permet aujourd'hui d'affirmer que l'évolution du cadre réglementaire des offres publiques d'achat au Canada a abouti à un droit à l'information plus important pour les actionnaires de l'émetteur visé.

Notamment dans sa version actuelle, l'information sur l'identité de l'initiateur de l'offre est obligée ainsi que celles sur ses intentions et ses plans pour la société cible sont une exigence. Par ailleurs, il est requis que l'offre et la note d'information soient transmises à l'Autorité en charge des valeurs mobilières, qui, de ce fait, veille au contrôle de la conformité de l'opération pour assurer que les droits des porteurs de la cible dont les titres sont sollicités sont respectés<sup>160</sup>.

Pour ces raisons, nous pouvons conclure que la divulgation des informations est demeurée un souci constant dans la réglementation des offres publiques d'achat et constitue un moyen efficace pour la protection des investisseurs de la cible ainsi que pour assurer la transparence et l'intégrité des marchés financiers. Il sera maintenant question de voir comment techniquement les mécanismes d'encadrement des offres publiques d'achat au Canada sont organisés pour assurer aux porteurs des titres de la cible l'accès à une information la plus exhaustive et la plus fiable afin qu'ils soient en mesure de prendre une décision éclairée.

## **II- L'actualité de la protection du droit à l'information des actionnaires dans le régime canadien des offres publiques d'achat**

L'encadrement des offres publiques d'achat au Canada a pour objectif principal la protection des actionnaires de la société cible. A cet effet, *l'Instruction générale relative au règlement 62-104*<sup>161</sup> énonce que ledit *Règlement* vise à assurer l'égalité

---

<sup>160</sup> Art. 115 de la *Loi sur les valeurs mobilières*; arts. 2.8, 2.9 à 2.22 *Règlement 62-104*. Voir aussi Stéphane ROUSSEAU et Patrick DESALLIER, *Les devoirs des administrateurs lors d'une prise de contrôle : étude comparative du droit de Delaware et du Droit canadien*, Montréal, 2e Éditions Thémis, 2016. P.67.

<sup>161</sup> Article 2.1, *Instruction générale relative au Règlement 62-104*.

de traitement des porteurs de titres, de leur fournir des informations adéquates pour leur permettre de prendre des décisions éclairées et enfin d'assurer la transparence et l'impartialité dans le déroulement de l'offre.

L'encadrement du droit à l'information des porteurs de titres de la cible fait l'objet d'une réglementation précise. Des exigences particulières visent à assurer ceux-ci d'une part des garanties sur l'accessibilité à l'information (A) et d'autre part des garanties sur la fiabilité de l'information qui leur sont fournies (B).

### **A- Les garanties de l'accès à l'information**

Le droit canadien des offres publiques d'achat veut qu'en dernier ressort, il revienne aux actionnaires de prendre la décision dans une opération de prise de contrôle. Pour ce faire, ils doivent avoir accès à l'information la plus étendue pouvant les guider dans leurs choix. La présente section tentera de répondre à la question de savoir quelle est l'étendue ou, plus exactement, le contenu du droit à l'information des actionnaires lors d'une offre publique d'achat. Plus précisément il s'agira, d'une part, de faire un inventaire des exigences d'informations en faveur des actionnaires dans un tel contexte (1). Dans un second temps, il sera question d'examiner les mécanismes visant à réduire l'asymétrie informationnelle afin d'assurer aux actionnaires une égalité d'accès à l'information (2).

#### **1- Exigences en lien avec l'information transmise : Clarté, simplicité et exhaustivité**

Si traditionnellement, l'accent était mis sur l'exhaustivité, car elle permettait aux porteurs de titres de l'émetteur visé de disposer de l'information la plus étendue pour fonder leurs décisions, de nos jours l'importance de servir aux actionnaires des informations, non seulement complètes, mais aussi plus accessibles par leur forme et leur présentation a conduit le législateur à poser des exigences d'ordre formelles, de clarté et de simplicité dans la rédaction. Nous examinerons donc dans un premier temps l'étendue et le contenu des informations exigées en faveur des

actionnaires (a). Par la suite nous verrons les exigences d'ordre formelles qui permettent une meilleure accessibilité à l'information (b).

**a) Exhaustivité dans le contenu**

La réglementation des offres publiques d'achat au Canada prévoit des règles permettant aux actionnaires de bénéficier des informations complètes sur l'offre. Il s'agit, d'une part, de la note d'information due aux actionnaires par l'initiateur de l'offre (i) et, d'autre part, de la circulaire du conseil d'administration de la cible ainsi que ses recommandations (ii). Il sera également nécessaire de souligner des particularités dues aux offres faites par un initié.

**i- L'offre et la note d'information**

La réglementation exige de l'initiateur qu'il produise une offre et une note d'information afin de fournir aux porteurs des renseignements leur permettant de prendre une décision éclairée quant à la disposition de leurs titres<sup>162</sup>. La note d'information doit être la plus exhaustive possible; elle doit pouvoir renseigner les porteurs sur l'initiateur, sur les titres visés par l'offre, la durée de l'offre et la contrepartie<sup>163</sup>. Dans le cas d'une offre d'échange ou comportant partiellement des titres en contrepartie, des informations précises ainsi que les opérations et évaluations concernant les titres offerts en contrepartie, leur désignation ainsi que les droits, les privilèges les restrictions et les conditions qui y sont rattachés doivent être communiquées. La note d'information doit également renseigner les porteurs sur la propriété des titres de l'émetteur visé ainsi que sur les opérations sur ces titres et toutes conventions concernant leur acquisition<sup>164</sup>.

---

<sup>162</sup> Art. 2.6-2.8 *Règlement 62-104*. Voir aussi Stéphane ROUSSEAU et Patrick DESALLIER, *Les devoirs des administrateurs lors d'une prise de contrôle : étude comparative du droit de Delaware et du Droit canadien*, Montréal, 2e Éditions Thémis, 2016. P.66; *Behar c. Golden Pound Resources Inc.*, (1986) R.J.Q. 3064, 3070 (C.S.). Voir aussi *Rolland inc.*, (1987) 18 B.C.V.M.Q. n° 11, A3.

<sup>163</sup> Annexe 62-104A1, partie 2.

<sup>164</sup>Id.

La note doit contenir toutes les informations relatives aux conditions de l'offre, le règlement des titres déposés, le droit de révocation, la disponibilité des fonds, la négociation des titres visés et toutes formes de convention entre l'initiateur et l'émetteur visé, entre l'initiateur et les dirigeants de l'émetteur visé et toute convention entre l'initiateur et les porteurs des titres de l'émetteur visé<sup>165</sup>.

La note doit en outre donner des informations sur l'objet de l'offre, le droit de retrait et les droits d'acquisition, l'achat des titres sur le marché, l'approbation de la note d'information<sup>166</sup>. La note d'information émanant d'un offrant initié doit, en plus, fournir des informations sur les évaluations antérieures<sup>167</sup>.

Le règlement souligne que la note doit fournir la description de tous autres faits importants, notamment ceux concernant les titres de l'émetteur visé ainsi que toutes autres questions qui ne sont pas traitées dans la note d'information et n'ont pas été publiées, mais qui sont connues de l'initiateur et susceptibles d'avoir une incidence sur la décision des porteurs d'accepter ou de rejeter l'offre<sup>168</sup>.

En définitive, les informations présentées dans l'offre et la note d'information permettent de renseigner les porteurs de titres de la cible sur les modalités de l'offre en particulier la contrepartie offerte pour la cession de leurs titres et apprécier le degré de rentabilité de l'opération. Elles permettent également aux porteurs de pouvoir évaluer l'offre et de recevoir certaines informations qui viennent réduire l'asymétrie existant entre eux et les dirigeants et initiés et leur permettent de se faire une idée exacte des incidences de leurs choix. Parmi ces incidences nous pouvons compter le sort réservé à la société cible en cas d'acquisition de celle-ci par l'initié ainsi que celui de tout porteur qui serait tenté de conserver ses titres.

---

<sup>165</sup>Id.

<sup>166</sup>Id.

<sup>167</sup>Annexe 62-104A1, partie 2, rubrique 18.

<sup>168</sup> Annexe 62-104A1, partie 2, rubrique 23.

## ***ii- La circulaire des administrateurs***

Lorsqu'il est saisi d'une offre publique d'achat, le conseil de la cible a 15 jours pour faire parvenir aux actionnaires une circulaire contenant des informations qui doivent les aider dans leur prise de décision<sup>169</sup>. La circulaire doit contenir les informations sur le nom de l'initiateur, celui de l'émetteur visé ainsi que ceux de ces administrateurs. Il doit renseigner sur la propriété des titres de l'émetteur visé, sur l'acceptation de l'offre, la propriété des titres de l'initiateur, les relations entre l'initiateur et les dirigeants de la cible, toutes conventions entre la cible et ses dirigeants et administrateurs, toutes celles entre l'initiateur et les porteurs de titres de la cible<sup>170</sup>.

La circulaire des administrateurs doit informer sur les intérêts des dirigeants et administrateurs de l'émetteur visé dans des opérations importantes de l'initiateur<sup>171</sup>. La circulaire doit renseigner sur les opérations sur les titres de l'émetteur visé ainsi que toute information supplémentaire, notamment tout changement dans les activités de la cible et toute autre information importante qui pourrait avoir de l'incidence dans l'appréciation de l'offre et aider les porteurs dans leur prise de décision<sup>172</sup>. La circulaire du conseil de la cible doit également contenir ses recommandations ainsi que l'information sur les mesures prises par la cible<sup>173</sup>.

S'il se produit un changement dans l'information soit avant la clôture de l'offre soit après la clôture, mais avant l'extinction de tous les droits de révocation relatifs aux titres déposés en réponse à l'offre, dans la mesure où cette information contenue dans la note d'information ou l'avis de changement ou de modification est susceptible d'avoir une incidence sur la décision des porteurs de titres de la cible d'accepter ou de rejeter l'offre, l'initiateur doit rapidement publier et déposer un

---

<sup>169</sup> Art. 2.15 *Règlement 62-104*.

<sup>170</sup> Annexe 62-104A2, partie 2. Rubriques 7,8 et 9.

<sup>171</sup> Id, rubrique 10

<sup>172</sup> Id, rubrique 14.

<sup>173</sup> Id, rubriques 15 et 16.

communiqué. Il doit également envoyer un avis de changement aux porteurs dont les titres n'avaient pas encore fait l'objet d'une prise de livraison à la date du changement<sup>174</sup>. Le conseil doit en faire autant en ce qui concerne la circulaire des administrateurs ou de tout changement dans l'information intervenu dans les mêmes délais. L'avis de changement doit contenir le nom de l'initiateur, une description du changement dans l'information, la date du changement, la date limite de dépôt des titres, la date limite de prise de livraison des titres et la mention des droits de révocation des porteurs<sup>175</sup>.

Comme nous pouvons le constater, la réglementation des offres publiques d'achat met un accent particulier sur l'exhaustivité des informations, dans la mesure où elle fait usage, dans sa forme rédactionnelle, de l'approche énumérative qui consiste à citer nommément le type d'information requis, mais aussi de l'approche globalisante mentionnée dans les formules : « Toute information supplémentaire, autres informations importantes... » qui vient compléter l'approche énumérative et souligne le souci du législateur de fournir aux actionnaires l'information la plus complète possible et la plus adéquate pour leur permettre de prendre une décision éclairée.

Ce souci d'assurer aux actionnaires l'accès à l'information la plus exhaustive possible pour leur permettre de répondre à l'offre est complété par une obligation d'adopter un mode rédactionnel favorisant un accès facile au contenu de l'information. Car, faut-il le dire, si dans un contexte d'offres publiques d'achat hostiles ou les conflits d'intérêts et les opportunismes sont portés à leur paroxysme, la dissimulation des informations et le caviardage peuvent devenir des armes entre les mains des experts et initiés (initiateurs et dirigeants), l'usage d'un mode rédactionnel hermétique peut décourager les porteurs de titres et constituer

---

<sup>174</sup> Art. 2.11 règlement 62-104.

<sup>175</sup> Annexe 62-104A5.

une limite à leur capacité de répondre efficacement à l'offre. D'où l'exigence de clarté et de simplicité dans la forme de l'information présentée aux actionnaires.

***b) Clarté et simplicité dans la forme***

De création récente, ces exigences sont le fruit d'une longue expérience dans la pratique qui a révélé que la seule présentation d'une information complète n'était pas suffisante pour assurer aux actionnaires l'accessibilité à l'information<sup>176</sup>. En conséquence, la réglementation des offres publiques d'achat met un accent majeur sur la qualité de la présentation des informations qui doit être guidée par les principes de clarté et de simplicité<sup>177</sup>. En effet, la présentation des informations ne peut atteindre son objectif que si ses destinataires peuvent la comprendre clairement. Sur ce plan le mode rédactionnel est d'une importance capitale. À cette fin, le règlement exige que les informations servies aux porteurs de titres de l'émetteur visé soient rédigées de sorte que les lecteurs puissent les comprendre et s'y fonder pour prendre des décisions de placement éclairées<sup>178</sup>. Il est par conséquent recommandé de rédiger dans un langage simple<sup>179</sup>.

Plus précisément, le règlement exige que les informations soient présentées à l'aide des phrases courtes, utilisant des mots courants et précis, en employant la voix active<sup>180</sup>. Les documents d'information doivent être organisés en sections, paragraphes et phrases clairs et précis<sup>181</sup>. Surtout, il faut éviter le jargon, qui est

---

<sup>176</sup> Groupe de travail sur la modernisation de la réglementation des valeurs mobilières au Canada Octobre 2006 Consulté en ligne le 14 mars 2016 à [http://www.tfmsl.ca/docs/Volume1\\_fr.pdf](http://www.tfmsl.ca/docs/Volume1_fr.pdf); Voir aussi Stéphane ROUSSEAU, *L'évolution récente des droits des actionnaires: acquis, défis et perspectives*, Forum annuel des membres du MÉDAC Montréal – 23 janvier 2010 consulté en ligne le 12 mars 2016 à [http://medac.qc.ca/documentspdf/activites/porte\\_ouverte/2010-01-23\\_rousseau.pdf](http://medac.qc.ca/documentspdf/activites/porte_ouverte/2010-01-23_rousseau.pdf)

<sup>177</sup> Voir Annexe 62-104A1 et Annexe 62-104A3

<sup>178</sup> Partie 1 c, des annexes 62-104A1 et 62-104A3

<sup>179</sup> Annexe 62-104A1, Règlement 62-104 ; Annexe 62-104A3, Règlement 62-104.

<sup>180</sup> Id.

<sup>181</sup> Id.

défini comme un vocabulaire propre à une profession, à une discipline ou à une activité quelconque, argot de métier généralement inconnu du profane.<sup>182</sup>

La réglementation exige que le document s'adresse directement au lecteur en employant les pronoms personnels appropriés, il ne doit pas avoir recours au glossaire ni aux définitions, à moins qu'ils ne facilitent la compréhension de l'information<sup>183</sup>. Il faut éviter les formules vagues ou toutes faites et remplacer les termes abstraits par des termes plus concrets ou des exemples<sup>184</sup>. Il faut éviter les tournures de styles qui peuvent nécessiter un certain degré d'éducation pour les comprendre. C'est le cas par exemple de la double négation ainsi que des termes techniques qu'il ne faut utiliser que dans la mesure nécessaire. Mais il faut dans ce dernier cas les expliquer de façon claire et précise<sup>185</sup>.

En somme, il est intéressant de noter que par l'exigence d'une information la plus complète possible et les règles de rédaction et de présentation de l'information avec clarté, simplicité et précision, le législateur vise à garantir aux actionnaires un accès facile et efficace à l'information. Cependant, compte tenu du caractère conflictuel des opérations de prise de contrôle et particulièrement des offres publiques d'achat hostiles, il existe deux niveaux d'asymétrie informationnelle. L'une est verticale et oppose les actionnaires aux dirigeants et administrateurs et l'autre est horizontale et oppose, parmi les actionnaires selon les clivages, initiés/non-initiés et investisseurs institutionnels/investisseurs individuels. Le droit à l'information des actionnaires ne serait pas complètement protégé si, lors d'une offre publique d'achat hostile, il n'y avait pas des mécanismes visant à assurer le principe de l'égalité des actionnaires dans l'accès à l'information lors de ces opérations particulières.

---

<sup>182</sup> Dictionnaire français Le Larousse <http://www.larousse.fr/dictionnaires/francais/jargon/44748> consulté en ligne le 17 avril 2016.

<sup>183</sup> Partie 1 c, Annexes 62-104A1 et 62-104A3

<sup>184</sup> Id.

<sup>185</sup> Id.

## **2- Le principe d'égalité dans l'accès à l'information**

La réglementation des offres publiques d'achat consacre le principe de l'égalité de traitement des actionnaires lors des opérations<sup>186</sup>. Elle encadre de ce fait le déroulement de l'offre de manière à assurer à tous les actionnaires un égal accès aux informations relatives à l'offre, de manière à éviter toute discrimination dans ces procédures. Si une partie importante des règles favorisant cette égalité d'accès à l'information est commune à toutes les offres publiques d'achat, des règles particulières exigent une information plus étendue dans les offres publiques d'achat faites par un initié, pour lesquelles la notion d'initié se trouve élargi en conséquence<sup>187</sup>.

### **a- Les règles assurant l'égalité d'accès à l'information des actionnaires communes à toutes les offres publiques d'achat**

Un certain nombre de règles du droit canadien des offres publiques d'achat communes à toutes les offres visent à assurer l'égalité des actionnaires dans l'accès à l'information. Tout d'abord, nous devons noter que l'offre, la note d'information et la circulaire du conseil d'administration doivent être transmises à tous les porteurs de la catégorie des titres visés ainsi qu'aux porteurs dont les titres en sont convertibles avant l'expiration du délai de l'offre sans distinction aucune<sup>188</sup>. Même s'il est vrai que les cas de dispenses concernant les porteurs dont l'adresse ne se trouve pas sur le territoire visé ainsi que ceux de l'actionnaire étranger peuvent dans ce cas constituer des tempéraments au principe de l'égalité des actionnaires dans l'accès à l'information, l'on doit tout de même reconnaître

---

<sup>186</sup> Art. 2.1, Instruction Générale 62-203 relative aux offres publiques d'achat et de rachat.

<sup>187</sup> Voir règlement 61-101, les définitions de « l'initié visé » et « offre publique d'achat faite par un initié ». Ici la notion d'initié est étendue, car en plus de l'initié visé qui comprend tout administrateur ou haut dirigeant de l'émetteur, tout administrateur ou haut dirigeant d'une personne qui est elle-même un initié visé à l'égard de l'émetteur ou une entité filiale de l'émetteur, une personne qui a la propriété véritable de 10% des titres de l'émetteur visé ou exerce une emprise sur de tels titres directement ou indirectement. Toute personne qui à un moment quelconque au cours des 12 mois précédant immédiatement le commencement de l'offre a eu la qualité d'initié visé.

<sup>188</sup> Art. 2.8, Règlement 62-104.

que dans la mesure où le règlement est censé s'appliquer sur un territoire clairement délimité, le principe de l'égalité des actionnaires dans l'accès à l'information lors d'une offre publique d'achat n'est pas contrevenu.

De plus, l'offre est transmise au conseil en même temps qu'aux porteurs de titres ou dans les plus brefs délais<sup>189</sup>. L'urgence dans les délais de transmission des documents d'information aux porteurs dès lors que l'offre est lancée a pour but d'éviter les opérations d'initiés qui profitent souvent de l'asymétrie informationnelle.

La gratuité de l'information au profit des actionnaires lors d'une offre publique d'achat est également une règle qui favorise l'égalité des actionnaires dans l'accès à l'information<sup>190</sup>. Car, comme le prônait Eugene FAMA, dans l'hypothèse de l'efficacité des marchés financiers, la gratuité de l'information est une condition des marchés efficaces<sup>191</sup>.

L'information par le système de l'alerte<sup>192</sup>, même s'il n'est pas un mécanisme intégré dans une offre publique d'achat formelle, a une incidence sur l'encadrement du droit à l'information des actionnaires, dans la mesure où il permet de détecter les offres publiques grimpantes et d'aviser les investisseurs de toute opération ayant une influence sur le contrôle de l'émetteur.<sup>193</sup> Ce système

---

<sup>189</sup> Art. 2.10, Règlement 62-104, l'Initiateur qui lance son offre doit la transmettre aux porteurs et au principal établissement de l'émetteur visé le même jour ou le plus tôt possible. Au cas où il doit recevoir la liste des porteurs de titres du conseil de la cible, l'offre et la note d'information doivent être transmises aux porteurs au plus tard deux jours ouvrables après la réception de la liste.

<sup>190</sup> Les coûts engendrés par la recherche et le traitement de l'information peuvent constituer pour l'actionnaire une cause majeure de son inertie ou apathie. Ceux-ci limitent leur accès à l'information. Voir dans ce sens Mancur OLSON, *The Logic of Collective Action: Public Goods and the Theory of Groups*, Cambridge Massachusetts, Harvard University Press. 1971, 19-20.

<sup>191</sup> Eugene F. FAMA, «Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work», (1970) 25, *The Journal of Finance* 383, 412.

<sup>192</sup> Art 5.2, Règlement 62-104; David L. JOHNSTON, Kathleen D. ROCKWELL et Christie FORD, *Canadian securities regulation*, 5e Edition, 2014, LexisNexis Canada, p.393.

<sup>193</sup> Christopher C. NICHOLLS et Jeffrey G. MACINTOSH, *Securities Law*, Toronto, Irwin, 2002, p. 327-328; S. ROMANO, «The Early Warning System – Some thoughts», (1995) 18 *O.S.C.B.* 890. Voir aussi Stéphane ROUSSEAU et Patrick DESALLIER, *Les devoirs des administrateurs lors d'une*

exige que toute personne qui acquiert une participation égale ou supérieure à 10% dans une catégorie de titres comportant droit de vote d'un émetteur assujetti<sup>194</sup> publie un communiqué de presse qu'il transmet à l'Autorité des marchés financiers en mentionnant l'objectif poursuivi.

Plus exactement, il doit déposer un communiqué de presse pour chaque catégorie de titres comportant droit de vote ou des titres de participation ou des titres qui peuvent être acquis par conversion, exercice ou échange des titres de la catégorie. Il doit, dans ce communiqué, mentionner le nom et l'adresse de l'initiateur, la désignation et le nombre ou le nominal des titres et le pourcentage de participation de l'initiateur dans la catégorie des titres dont l'initiateur a acquis la propriété ou le contrôle dans l'opération donnant lieu à l'obligation de déposer le communiqué de presse, en indiquant qu'il a acquis la propriété ou le contrôle<sup>195</sup>. En outre le communiqué de presse devra contenir, la désignation et le nombre de ces titres et le pourcentage des titres en circulation de la catégorie visée sur lesquels l'initiateur seul ou avec des alliés, possède la propriété et le contrôle, ceux sur lesquels l'initiateur seul, ou avec des alliés possède la propriété, alors que le contrôle est détenu par d'autres personnes que l'initiateur ou des alliés, et enfin ceux sur lesquels l'initiateur, seul ou avec des alliés, possède le contrôle sans posséder la propriété. Beaucoup plus important, le communiqué de presse doit contenir l'information sur l'objectif poursuivi par l'initiateur et ses alliés en effectuant l'opération ainsi que les noms de tous ses alliés<sup>196</sup>.

Il doit déposer le communiqué dans les deux jours ouvrables suivant l'acquisition. Il publie un nouveau communiqué et dépose une déclaration toutes les fois que lui ou ses alliés acquiert la propriété véritable des titres représentant une tranche

---

*prise de contrôle : étude comparative du droit du Delaware et du Droit canadien*, Montréal, Éditions Thémis, 2016 pp. 70-71.

<sup>194</sup>Art. 6.2 Règlement 62-104.

<sup>195</sup> Annexe E Règlement 62-103 sur le système d'alerte et questions connexes touchant les offres publiques et les déclarations d'initiés c. V-1.1, r. 34.

<sup>196</sup> Id.

additionnelle d'au moins 2% des titres en circulation de la catégorie ayant fait l'objet de la dernière déclaration déposée<sup>197</sup>.

Les délais de validité de l'offre ont également un impact sur l'accès à l'information. En effet, pour apprécier et évaluer l'offre, les porteurs de titres de l'émetteur visé ont besoin du temps nécessaire à l'analyse des documents d'information. Il en est également ainsi du conseil de la cible qui a besoin d'un délai raisonnable pour étudier l'offre afin de pouvoir y répondre et émettre leurs recommandations aux actionnaires. Cette question a fait l'objet d'études abondantes et de plusieurs remises en cause. Initialement défini à 21 jours, à la suite des réformes et notamment suivant les recommandations du Rapport du comité de révision sur les délais des offres publiques d'achat (Rapport Zimmermann), il va être ramené à 35 jours<sup>198</sup>, délai qui a prévalu jusqu'au 1<sup>er</sup> mai 2016. Cependant, plusieurs observateurs ont émis des réserves sur cette durée, dans la mesure où elle ne semblait pas donner suffisamment de temps aux porteurs pour exploiter l'information présentée, mais plus encore, les conseils des sociétés cibles ne la trouvaient pas suffisante pour examiner l'offre et émettre des recommandations adéquates aux porteurs à cet effet. Ce qui les obligeait à adopter des mesures défensives parfois considérées d'abusives.

Fort de ces constats, les ACVM ont entrepris en mars 2014 des consultations en vue de prolonger la durée de validité de l'offre. Celles-ci aboutissent en mai 2016 à une modification importante de la validité de l'offre publique d'achat qui est alors désormais de 105 jours pouvant être ramenée à 35 à la demande du conseil de la cible<sup>199</sup>.

---

<sup>197</sup> Art. 5.2 Règlement 62-104 c.V-1.1, r. 35

<sup>198</sup> *Report of the Committee to Review Take-Over Bid Time Limits* (Toronto: Investment Dealers Association of Canada, 1996) [Zimmerman Report].

<sup>199</sup> Art.2.28; 2.28.1, Règlement 62-104

## **b- Les règles particulières visant les offres publiques d'achat faites par un initié**

Les offres publiques d'achats faites par des initiés sont régies par des règles spécifiques qui viennent compléter les règles communes à toutes les offres publiques d'achat pour donner aux actionnaires tous les moyens de jouir d'une information plus étendue.

En effet, la réglementation vise à réduire l'asymétrie informationnelle existante entre les investisseurs ordinaires et les initiés ou des grands investisseurs institutionnels qui ont un certain avantage; ces derniers disposant souvent d'une information privilégiée dans la mesure où la proportion de leurs actions le justifie.

Pour ce faire, la réglementation a intentionnellement élargi la notion d'initié. Ainsi, elle considère comme offre publique d'achat faite par un initié, l'offre faite par une personne qui est un initié visé à l'égard de l'émetteur visé, c'est-à-dire tout administrateur ou haut dirigeant de l'émetteur, tout administrateur ou haut dirigeant d'une personne qui est elle-même un initié visé à l'égard de l'émetteur visé ou une entité filiale de l'émetteur, toute personne qui a la propriété véritable des titres et/ou exerce une emprise sur de tels titres, directement ou indirectement, lui assurant plus de 10% des droits de vote rattachés à l'ensemble des titres comportant droit de vote de l'émetteur en circulation<sup>200</sup>. En plus, le règlement va étendre la notion d'initié dans le cas d'une offre publique d'achat pour y inclure toute personne avec laquelle un initié visé à l'égard de l'émetteur visé a des liens ou une entité du même groupe qu'un tel l'initié<sup>201</sup>. Également, sera assujettie à des règles spécifiques, toute personne avec laquelle l'émetteur visé a des liens ou une entité du même groupe qu'un tel émetteur. Sera aussi concernée, toute personne qui, dans une période de 12 mois précédant immédiatement le

---

<sup>200</sup> Art 1.1, Règlement 61-101. « Initié visé »

<sup>201</sup> Art 1.1, Règlement 61-101. « Offre publique d'achat faite par un initié »

commencement de l'offre, s'est trouvée dans l'une des catégories précédemment citées.<sup>202</sup>

L'idée qui sous-tend une telle réglementation est que cette personne pourrait disposer d'une information privilégiée qui n'est connue que de quelques initiés, informations qui doivent être mises à la disposition des actionnaires dans la mesure où ces derniers ne peuvent valablement prendre une décision que sur la base d'une information la plus complète possible. Elle permet ainsi de réduire, voire d'éliminer l'asymétrie informationnelle et constitue une garantie de l'égalité des actionnaires dans l'accès à l'information.

Dans ce contexte, une offre publique d'achat est donc l'occasion pour des actionnaires d'avoir une information plus approfondie sur la situation financière et comptable de la société. À cet égard, la réglementation exige que cet initiateur produise des informations sur le contexte de l'offre, et des renseignements supplémentaires notamment des évaluations antérieures au sujet de l'émetteur qui ont été établies au cours des 24 mois précédant la date de l'offre publique d'achat<sup>203</sup>. L'initiateur doit également obtenir à ses frais une évaluation officielle, dont il doit fournir un résumé dans le document d'information relative à l'offre à l'intention des porteurs de titres où il doit prendre le soin de produire toute l'information exigée au sujet de l'évaluateur.<sup>204</sup>

Il est à noter que le conseil de la cible doit également produire un document d'information qui doit inclure le contexte de l'offre, les évaluations antérieures établies dans la période des 24 mois précédant le commencement de l'offre<sup>205</sup>. Il doit y adjoindre un rapport contenant les informations relatives à toute offre antérieure de bonne foi visant les titres de l'émetteur visé ou se rapportant autrement à l'offre publique d'achat faite par un initié ainsi qu'une description de

---

<sup>202</sup> Id; voir aussi Art. 2.4. 1, a, Règlement 61-101.

<sup>203</sup> Art. 2.2 1, Règlement 61-101.

<sup>204</sup> Art. 6.2. Règlement 61-101.

<sup>205</sup> Art. 2.2 2, Règlement 61-101.

cette offre.<sup>206</sup> Il est également attendu du conseil de la cible, dans la mesure où ceci pourra éclairer les porteurs, qu'il produise dans le document d'information, un exposé du processus d'examen et d'approbation que le conseil d'administration et le comité spécial<sup>207</sup>, le cas échéant, de la cible ont adopté à l'égard de l'offre publique d'achat faite par un initié, y compris un exposé de toute opinion contraire sur un point important ou de toute abstention d'un administrateur et de tout désaccord important entre le conseil d'administration et le comité spécial.

Enfin, un comité indépendant de l'émetteur visé désigne l'évaluateur et supervise l'établissement de l'évaluation officielle<sup>208</sup>. Le terme évaluateur comprend toute personne qui est appelée à donner son opinion sur la liquidité de la société. Un tel procédé qui vise à assurer de la transparence et l'intégrité dans le traitement de l'information est un moyen permettant également de garantir la fiabilité de l'information servie aux actionnaires.

## **B- Les garanties sur la fiabilité de l'information**

Garantir l'accessibilité et surtout l'égalité des actionnaires dans l'accès à une information la plus complète pour leur permettre de prendre une décision éclairée en réponse à une offre publique d'achat n'aurait que peu d'impact si un mécanisme réglementaire efficace ne permettait pas de garantir la fiabilité de ces informations. Dans un contexte où les conflits d'intérêts et les opportunistes sont accentués, assurer la fiabilité de l'information divulguée devient une nécessité impérieuse.

---

<sup>206</sup> Art. 2.2 2, Règlement 61-101.

<sup>207</sup> Id. le comité spécial composé d'administrateurs indépendants et externes travail à l'élaboration des documents d'information. En tant que comité du conseil, il permet d'éviter les conflits d'intérêts ayant cours dans une société publique et apporte de la crédibilité aux documents divulgués. En renforçant la fiabilité de l'information destinée aux investisseurs, l'institution d'un comité spécial indépendant assure la protection du conseil dans la mesure où il met en évidence le devoir de prudence et diligence des administrateurs qui, en adoptant un tel procédé témoigne de leur volonté de produire une information la plus fiable possible au profit des investisseurs.

<sup>208</sup> Art. 2.3.2. Règlement 61-101.

Il n'est pas superflu de rappeler que dans un tel contexte, où les actionnaires sont appelés à décider sur une opportunité d'enrichissement, une divergence d'intérêt peut constituer une menace pour la transparence et l'intégrité de l'opération. En effet, les actionnaires souhaiteraient maximiser la valeur de leurs actions et donc obtenir une meilleure rentabilité de leurs investissements. Les dirigeants étant généralement portés vers la croissance, dont dépend leur rémunération, plus que vers la rentabilité, souhaiteraient préserver leurs avantages et particulièrement leurs positions qui sont menacés dans un tel contexte.<sup>209</sup> En raison de cette divergence d'intérêt et de l'asymétrie informationnelle entre les dirigeants et les actionnaires, les dirigeants peuvent être tentés d'user des mécanismes favorisant leurs intérêts au détriment de ceux des actionnaires et ce, à l'insu de ces derniers<sup>210</sup>

Par quels mécanismes le régime canadien des offres publiques d'achat tente d'assurer, dans un tel contexte, l'encadrement du droit à l'information des actionnaires afin que leur soient fournies des informations fiables pour leur permettre de prendre une décision éclairée en réponse à une offre publique d'achat ? Nous verrons que les règles visant à garantir une information fiable aux actionnaires sont de deux ordres : *ex ante*, il s'agit des règles visant à assurer la transparence et l'intégrité dans le traitement, le processus d'élaboration et de production de l'information (1) et *ex post*, à l'attestation de l'information par laquelle tous les acteurs ayant divulgué ou participé au processus de production et de diffusion de l'information attestent que cette dernière ne contient pas d'information fausse ou trompeuse et rend par conséquent fidèlement compte de l'état des faits (2).

---

<sup>209</sup> Jean-Marie GAGNON, « La théorie de l'agence et l'entreprise », (1987) 5 *Mémoires de la société royale du Canada*, série, t. II, p. 75.

<sup>210</sup> Raymonde CRÊTE et Stéphane ROUSSEAU, *Droit des sociétés par actions*, 3<sup>e</sup> éd., Les éditions Thémis, Montréal, 2011, pp.96-97.

### **1- Les règles *ex ante* : La transparence dans le traitement et le processus d'élaboration et de production de l'information**

Les informations transmises aux actionnaires sont de deux natures. Il s'agit, d'une part, de l'information sur la gestion et d'autre part, de l'information financière et comptable. Si la dernière catégorie des deux, bien que transmise aux actionnaires par le conseil, est davantage du domaine des vérificateurs et du comité de vérification, l'information sur la gestion qui renseigne sur le caractère transparent du processus d'élaboration des informations servies aux actionnaires dans la circulaire du conseil ainsi que ses recommandations, sont du domaine du conseil dont la composition doit renseigner les investisseurs sur la transparence dans la gestion et le sérieux du plan de l'entreprise. Ainsi, nous verrons tout d'abord les règles visant à assurer la fiabilité de l'information de gestion avant de voir celles visant à garantir la fiabilité de l'information financière et comptable.

#### ***a) L'indépendance des administrateurs pour attester du mérite de l'offre dans la circulaire***

S'il est vrai que, lors d'une offre publique d'achat hostile, il y a des risques d'accentuation des divergences d'intérêts entre les porteurs de titres du capital de la cible et les dirigeants et administrateurs dont les positions sont menacées, il reste qu'il revient au conseil de fournir aux actionnaires des informations dans une circulaire ainsi que des recommandations au sujet de l'offre. Nous avons vu ci-dessus que l'asymétrie informationnelle place les dirigeants et les administrateurs dans une position privilégiée à partir de laquelle il y a des risques de manipulations de l'information pour protéger leurs intérêts au détriment de ceux des actionnaires.

Pour éviter que de telles pratiques se produisent, la réglementation énonce des règles visant à assurer la fiabilité de l'information de gestion. La fiabilité de l'information peut être directement influencée par la structure de la gouvernance

de la cible<sup>211</sup>. Ainsi, en vue de réaliser un équilibre entre les objectifs d'assurer la protection des investisseurs, de favoriser des marchés financiers équitables et efficaces et de soutenir la confiance dans les marchés financiers<sup>212</sup>, *l'Instruction 58-201 relative à la gouvernance*<sup>213</sup> souligne, dans ses lignes directrices, que le conseil d'administration devrait être composé majoritairement d'administrateurs indépendants.<sup>214</sup> Elle mentionne que le conseil devrait être présidé par un administrateur indépendant<sup>215</sup>. La position du conseil est déterminante dans les opérations de prises de contrôle et les devoirs des administrateurs dans ces contextes font l'objet d'un débat intense aussi bien en doctrine<sup>216</sup> que dans la jurisprudence<sup>217</sup>. Si le point essentiel de ce débat s'est articulé autour du bien-fondé du maintien ou non d'une mesure défensive au nom de leurs devoirs fiduciaires, il est important de rappeler que le plan d'affaire stratégique des administrateurs a généralement constitué une base d'évaluation du caractère équitable d'une offre et subséquemment de la légitimation ou non d'une mesure défensive<sup>218</sup>.

Au demeurant, les règles visant à assurer la fiabilité de l'information de gestion insistent sur la composition du conseil, l'indépendance des administrateurs et sur la transparence dans le processus d'établissement des documents d'information à l'intention des investisseurs et surtout sur l'intégrité dans la conduite des

---

<sup>211</sup> Raymonde CRÊTE, Jean BEDARD et Stéphane ROUSSEAU, « Les vérificateurs-comptables et la fiabilité de l'information financière : les messages de l'environnement institutionnel et juridique » (2004) 45 *C.de D.* 219, 224.

<sup>212</sup> Art 1.1 *Instruction générale au Règlement 58-201 relative à l'information concernant les pratiques en matière de gouvernance c. V-1.1*, r.32

<sup>213</sup> *Id.*

<sup>214</sup> Art.3.1 *Instruction générale au Règlement 58-201 relative à l'information concernant les pratiques en matière de gouvernance c. V-1.1*, r.32

<sup>215</sup> *Id.*, Art.3.2

<sup>216</sup> Voir Stéphane ROUSSEAU et Patrick DESALLIER, *Les devoirs des administrateurs lors des prises de contrôle : Étude comparative du droit du Delaware et du droit canadien*, Montréal, Éditions Thémis, 2<sup>e</sup> éd. 2016.

<sup>217</sup> *Paramount Communication, inc. V. Time, inc.*,

<sup>218</sup> *Id.* p.102-110.; voir aussi *Brassard c. Forget*, 2010 QCCS 1530 (CanLII); voir également dans ce sens les commentaires du juge dans l'affaire *Airgas Inc.*

administrateurs. Ainsi, l'affaire *Paramount Communication, inc. v. Time, inc.*,<sup>219</sup> révèle l'importance de l'indépendance des administrateurs. Dans cette affaire le fait que 12 administrateurs sur les 16 que comptait *Time* étaient indépendants a constitué un motif valable aux yeux de la cour, qui, dans un examen judiciaire renforcé (enhanced scrutiny test), revisitait la dimension procédurale ayant conduit au rejet par le conseil de *Time* de l'offre de *Paramount* pour opter pour une convention de fusion. De plus, le fait qu'un comité spécial composé d'administrateurs indépendants ait été mis sur pied par le conseil de *Time* pour évaluer l'offre de *Paramount* ainsi que toutes les possibilités pour améliorer les affaires de *Time*, lequel comité a entrepris toutes les formalités nécessaires pour s'informer sur l'offre et toutes les éventualités possibles pour la société, il a été considéré que les administrateurs avaient respecté leurs obligations de s'informer<sup>220</sup>, se conformant ainsi à leurs devoirs.

Dans le même ordre d'idée, la Cour suprême de Colombie britannique souligne l'importance de l'indépendance des administrateurs dans l'affaire *Icahn Partners Ltd. c. Lions Gate Entertainment Corp.*<sup>221</sup> Au paragraphe 18 de leur décision, les juges présentent les raisons du rejet de la demande d'*Icahn Partners*, qui faisait face à l'opposition du conseil de *Lions Gate* dans un projet d'acquisition. Les juges présentent chacun des 12 administrateurs de *Lions Gate*, desquels 10 étaient indépendants. Ils insistent sur leur indépendance et leurs compétences. Ces administrateurs avaient des compétences dans des domaines variés : en droit, en gestion, en finance, en technologies et dans d'autres domaines liés aux activités

---

<sup>219</sup> Voir par exemple *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985); *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. Supr. 1986); *Paramount Time Communication, inc. v. Inc.*, 571 A.2d 1140. (Del. Supr. 1989); *Pente Investment Management Ltd. C. Schneider Corp.*, (1998)113 O.A.C. 253.

<sup>220</sup> Voir Stéphane ROUSSEAU et Patrick DESALLIER, *Les devoirs des administrateurs lors des prises de contrôle : Étude comparative du droit du Delaware et du droit canadien*, Montréal, Éditions Thémis, 2e éd. 2016. P.157-158.

<sup>221</sup> *Icahn Partners Ltd. c. Lions Gate Entertainment Corp.*, 2010, B.C.S.C. 1547.

de *Lions Gate*. L'indépendance de ces administrateurs liée à leurs compétences ont constitué des motifs justifiant le rejet des allégations et des prétentions de *Icahn*. Il faut aussi noter que, sur le plan procédural, ceux-ci, constitués en comité spécial, avaient réellement et sérieusement évalué l'offre de *Icahn* lors de leurs réunions dont les minutes ont été produits au conseil ainsi que les débats des conférences téléphoniques, lesquels mettaient en évidence que le comité spécial avait examiné l'offre de *Icahn* et l'avait trouvée inadéquate pour *Lions Gate*. Ces démarches ont témoigné de l'intégrité, de la transparence et de la fiabilité des recommandations fournies au conseil de *Lions Gate*.

La mission qui est confiée au conseil d'administration est de s'assurer que le chef de la direction et d'autres membres de la haute direction sont intègres<sup>222</sup>. Le conseil a le devoir de créer une culture d'intégrité dans l'ensemble de l'organisation. Il doit en outre adopter un plan stratégique qui prend en compte les opportunités et les risques de l'entreprise, et doit également mettre en œuvre un système approprié de gestion des risques. Il est aussi important que le conseil mette sur pied un système de contrôle interne et de gestion de la société<sup>223</sup>. Le conseil élabore la vision de la société en matière de gouvernance notamment un ensemble de principes et de lignes directrices sur la gouvernance de la société. Le conseil devrait adopter un code de conduite et d'éthique qui définit les normes visant à promouvoir l'intégrité et à prévenir les fautes. Notamment, il doit traiter les questions telles que les conflits d'intérêts, les opérations et les contrats dans lesquels un administrateur ou un haut membre de la direction de la cible a un intérêt important, la protection et la bonne utilisation de l'actif social et des opportunités de la société, le traitement équitable des porteurs.

Bien que toutes ces mesures prises visent à assurer l'intégrité dans la gestion et la gouvernance de la société, nous devons reconnaître tout de même le caractère

---

<sup>222</sup> Art. 3.4. *Instruction générale au Règlement 58-201 sur l'information concernant les pratiques en matière de gouvernance.*

<sup>223</sup> Id. art. 3.8.

relatif de certaines prescriptions qui pourraient ne pas être appropriées pour deux raisons : la première est que l'*Instruction* souligne que du fait de la structure de l'actionnariat concentré au Canada où la plus grande partie des sociétés sont contrôlées, l'exigence d'un conseil composé en majorité des membres indépendants pourrait, dans certains cas, ne pas être approprié<sup>224</sup> et nécessiterait certaines adaptations . Néanmoins, dans les cas d'une offre publique d'achat faite par un initié, les informations sur la gestion et la gouvernance seront attendues. La seconde raison est liée à la nature potentiellement conflictuelle des offres publiques d'achat hostiles qui mettent les administrateurs dans une position de conflit d'intérêt. Sur ce point, les règles de gouvernance pourraient ne pas être suffisantes pour garantir la fiabilité dans la mesure où les administrateurs, qu'ils soient ou non indépendants, qu'ils aient ou non des intérêts révélés ou cachés, sont, du fait même du caractère hostile de l'offre publique constituant une menace pour leurs postes, en situation de potentiel conflit d'intérêts. Ils pourraient ainsi ne présenter que des informations qui visent à conforter leur position à l'égard de l'offre.

Pour prévenir ces situations, l'institution d'un comité spécial indépendant, composé d'administrateurs externes, dont le but est de préparer les documents d'information destinés aux investisseurs est un mécanisme efficace pour lutter contre les conflits d'intérêts et contrer les opportunistes. Ce mécanisme permet de renforcer la fiabilité des informations transmises aux investisseurs et vise à entretenir leur confiance. De plus cela témoigne d'une culture de l'intégrité au sein de la société.

La création d'un comité spécial composé d'administrateurs indépendants pour évaluer l'offre et formuler des recommandations au conseil est un moyen de protection du conseil de la cible contre des abus et peut constituer un motif pour bénéficier de la déférence des tribunaux lors d'un litige en cour ou une preuve de

---

<sup>224</sup> Art. 1.1 *Instruction générale 58-201 relative à la gouvernance*.

la conformité des administrateurs à leurs devoirs de prudence et de diligence. Dans la mesure où toutes les démarches entreprises par le conseil pour promouvoir l'intégrité dans l'évaluation d'une offre, en créant par exemple un comité spécial indépendant, et les efforts consentis par ce comité pour rechercher l'information la plus exacte en vue de produire des documents d'information fiables au sujet de l'offre, constitue le point de départ de la défense de diligence raisonnable des administrateurs advenue une poursuite en dommages et intérêts pour présentation d'information fausse ou trompeuse dans une offre publique d'achat.

Enfin, pour garantir davantage l'indépendance des administrateurs siégeant au comité spécial, *l'Instruction générale relative au Règlement 61-101* souligne que ces derniers, comme tout membre qui siège à un comité indépendant, doivent recevoir une rémunération proportionnée au temps et aux efforts consacrés au comité et qu'il serait nécessaire toutefois de veiller à ce que cette rémunération ne compromette pas leur indépendance. *L'Instruction générale relative au Règlement 61-101* énonce qu'idéalement leur rémunération devrait être établie lors de la création du comité et être fixe ou fonction du travail effectué. L'Instruction se réfère au paragraphe 3 de l'article 7 du Règlement 61-101 sur les opérations particulières et les offres publiques d'achat faites par un initié qui interdit aux membres d'un comité indépendant examinant une offre de recevoir un paiement subordonné à la réalisation de l'opération.<sup>225</sup>

Si la fiabilité de l'information de gestion peut être assurée par des exigences relatives aux pratiques de gouvernance, à l'indépendance des administrateurs, à la transparence et l'intégrité dans la gestion, au respect de l'éthique et l'évitement des situations de conflits d'intérêts tant des administrateurs que des haut dirigeants, lesquelles visent à garantir et à maintenir la confiance des investisseurs, l'information financière et comptable quant à elle, revêt un caractère beaucoup

---

<sup>225</sup> Art 6.1 8, *Instruction Générale relative au Règlement 61-101 sur les mesure de protection des porteurs minoritaires lors d'opérations particulières.*

plus impérieux dans la mesure où elle permet aux actionnaires de se faire une idée exacte de la situation financière de la société dont dépend la valeur réelle de leurs titres. Elle permet également d'évaluer le degré de rentabilité de leurs choix par rapport à l'offre de l'initiateur. Celle-ci fait l'objet d'une surveillance et d'un encadrement beaucoup plus structurés.

***b) La fiabilité de l'information financière et comptable : indépendance, objectivité et intégrité de l'évaluateur et des vérificateurs***

Lors d'une opération d'offre publique d'achat, la réglementation demande que les informations qui sont transmises aux actionnaires soient fiables et qu'elles leur permettent de prendre une décision éclairée dans leurs choix d'investissement. La fiabilité de l'information financière est généralement assurée par les vérificateurs qui sont considérés comme des gardiens<sup>226</sup> (Gatekeepers) au service des actionnaires.

Contrairement aux associés des autres formes de sociétés, les actionnaires des sociétés par actions et davantage des larges sociétés sont limités quant au droit individuel de vérification des livres de la comptabilité des sociétés. Historiquement, c'est pour remplacer ce droit de vérification individuel que le législateur aurait institué un organe de contrôle dont la mission est d'opérer cette vérification pour le compte des actionnaires.<sup>227</sup> Ainsi, en vue de fournir une information crédible et fiable sur la situation financière de la cible, le conseil d'administration doit instituer en son sein un comité de vérification qui est composé d'au moins trois membres qui sont des administrateurs indépendants et possèdent des compétences financières.<sup>228</sup> *L'Instruction énonce que le Règlement 52-110 sur le comité d'audit*

---

<sup>226</sup> John C. COFFEE, « Gatekeeper Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reforms », (2004) 84 *B. U. L. Rev.* 308. « the gatekeeper is a person who has significant reputational capital, acquired over many years and many clients, which it pledges to assure the accuracy, or at least the honesty, of statements or representations that it either makes or verifies».

<sup>227</sup> Voir *Germain c. LD.G. Inc.*, (5 mai 1978) Montréal 500-009-000479-758 (C.A.).

<sup>228</sup> Art.3.1 *règlement 52-110 sur le comité d'audit*. c. V.-1.1, r. 28.

a été mis en œuvre pour encourager les émetteurs assujettis à établir des comités de vérification forts, efficaces et indépendants qui permettent d'améliorer la qualité de l'information financière communiquée par l'émetteur assujetti et renforcent la confiance des investisseurs dans les marchés financiers.<sup>229</sup>

En tant que mandataires des investisseurs, les vérificateurs ont des responsabilités étendues en ce qui concerne le traitement de l'information financière de la société. Le rôle des vérificateurs est particulièrement important, car, dans certains cas, les offres publiques d'achat requièrent que soit effectuée une évaluation officielle sur les titres de la cible dont les rapports doivent être transmis aux porteurs et à l'Autorité chargée des marchés financiers en même temps que toutes les évaluations effectuées dans les 24 mois précédant immédiatement le commencement de l'offre<sup>230</sup>. Ces informations qui sont exigées aussi bien de l'initiateur que du conseil de la cible constituent pour les porteurs des garanties sur la fiabilité de l'information financière nécessaire à la prise de décision éclairée en réponse à l'offre publique d'achat. Le terme évaluateur comprend toute personne qui donne son opinion sur la liquidité de la société. Il est important qu'elle soit indépendante et intègre pour fournir une opinion fiable.

Bien que soit louable le rôle joué par les vérificateurs guidés par les principes *d'indépendance*, *d'objectivité* et *d'intégrité* dans la garantie de la fiabilité de l'information financière,<sup>231</sup> leur réputation s'est trouvée détériorée ces dernières années à la suite de l'éclatement de la bulle financière que les marchés ont connu à l'aube des années 2000.

« La confiance qui leur a été accordée s'est malheureusement ébranlée suite à de nombreuses accusations de fraudes et d'irrégularités commises dans la comptabilité et la vérification de l'information financière publiée par des entreprises [...] Leur responsabilité a été

---

<sup>229</sup> Art. 1.1 *Instruction générale relative au règlement 52-110 sur le comité de vérification.*

<sup>230</sup> Art. 2.1 Règlement 61-101 sur les offres publiques d'achat faite par un initié

<sup>231</sup> Vivien BEATTIE et Stella FEARNLEY, *Auditor Independence and Non-Audit Services: A Literature Review*, Londres, Institute of Chartered Accountants in England and Wales, 2002, p. 4 et 5,

indexée du fait de leur présumée collaboration ou de leur négligence dans la détection des multiples manipulations contenues dans les états comptables de leurs entreprises clientes<sup>232</sup>. »

En effet, un certain nombre de facteurs peuvent contribuer à entraver la mission que doivent accomplir les vérificateurs, lesquels les placent en situation de conflit d'intérêts ou de dépendance inconfortable. Tout d'abord, la dépendance économique des vérificateurs au regard de l'entreprise cliente.

« Les grands cabinets d'experts-comptables ont dans les trois dernières décennies, diversifié leurs services et ne se limitent plus seulement à la vérification des comptes et à la certification de l'information financière de leurs clients. Les firmes sont ainsi devenues des institutions multidisciplinaires qui offrent des services professionnels, notamment en matière de recrutement, de gestion, de systèmes et de technologies d'information, de courtage d'affaires, d'évaluation, de restructuration et d'insolvabilité, d'assurance, de fiscalité, de services juridiques, de juri-comptabilité et de soutien au contentieux, d'actuariat, de soutien pour les appels public à l'épargne, de liquidation testamentaire et d'administration de successions. »<sup>233</sup>

Cette diversification de services entraîne une plus grande collaboration entre ces grandes firmes et les entreprises clientes.

Bien que ces firmes de vérification aient bâti une solide réputation dont dépend leur prestige et la confiance placée en elles par les investisseurs et les entreprises, réputation qui a un impact direct sur la valeur des titres des entreprises clientes<sup>234</sup>

---

<sup>232</sup> Raymonde CRÊTE, Jean BEDARD et Stéphane ROUSSEAU, « Les vérificateurs-comptables et la fiabilité de l'information financière: les messages de l'environnement institutionnel et juridique », (2004) 45 *C.de D.* 219, 222-225; voir aussi Jerry W. MARKHAM, « Accountants Make Miserable Policemen: Rethinking the Federal Securities Laws », (2003) 28 *N.C. Int'l L. & Com. Reg.* 725 ; John C. COFFEE, « Gatekeeper Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reforms », (2004) 84, *B. U. L. Rev.*

<sup>233</sup> Raymonde CRÊTE, Jean BEDARD et Stéphane ROUSSEAU, « Les vérificateurs-comptables et la fiabilité de l'information financière: les messages de l'environnement institutionnel et juridique », (2004) 45 *C.de D.* 219, 251; voir aussi Vivien BEATTIE et Stella FEARNLEY, *Auditor Independence and Non-Audit Services: A Literature Review*, Londres, Institute of Chartered Accountants in England and Wales, 2002, p. 19.

<sup>234</sup> Paul K. CHANEY et Kirk L. PHILIPICH, « Shredded Reputation: The Cost of Audit Failure », (2002) 40 *Journal of Accounting Research*, 1221.

et nonobstant les règles déontologiques encadrant l'exercice de la profession, ces firmes, agissant en acteurs économiques rationnels, se trouvent très souvent en situation de conflit d'intérêts. Cela peut conduire à privilégier les rapports entretenus avec l'entreprise cliente qui pourrait s'avérer beaucoup plus rentables comparativement aux bénéfices tirés du respect des normes légales et professionnelles d'objectivité et d'intégrité.<sup>235</sup> Il est donc nécessaire de préserver et de garantir leur indépendance. Pour ce faire, les tribunaux accordent un grand intérêt aux opinions fournies par les conseillers financiers et légaux indépendants. Lorsqu'ils interviennent dans le cadre d'une opération de prise de contrôle, il n'est pas souhaitable que leur rémunération soit faite sur la base de commissions à succès. La commission des valeurs mobilières de l'Ontario s'est prononcée dans ce sens dans l'affaire *Hudbay*<sup>236</sup>

Such fees create a financial incentive for an advisor to facilitate the successful completion of a transaction when the principal focus should be on the financial evaluation of the transaction from the perspective of shareholders. While the commission does not regulate the preparation or use of fairness opinions, in our view, a fairness opinion is prepared by a financial adviser who is being paid a signing fee or a success fee does not assist directors comprising a special committee of independent directors in demonstrating the due care they have taken in complying with their fiduciary duties in approving the transaction.<sup>237</sup>

Pour assurer la fiabilité de l'information financière fournie aux porteurs ainsi qu'aux administrateurs il est important de garantir l'indépendance de l'évaluateur et des vérificateurs. Dans ce même sens, l'Instruction générale au *Règlement 61-101 sur les offres publiques d'achat faites par un initié* insiste sur l'indépendance de

---

<sup>235</sup> Vivien BEATTIE et Stella FEARNLEY, *Auditor Independence and Non-Audit Services: A Literature Review*, Londres, Institute of Chartered Accountants in England and Wales, 2002, partie 3et4, <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.474.5525&rep=rep1&type=pdf>

<sup>236</sup> *In Re Hudbay Minerals Inc.*, [2009] 32 O.S.C.B. 3733; en ligne [http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Proceedings-RAD/rad\\_20090428\\_hudbay.pdf](http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Proceedings-RAD/rad_20090428_hudbay.pdf)

<sup>237</sup> Id.; voir aussi, Stéphane ROUSSEAU et Patrick DESALLIERS, *Les devoirs des administrateurs lors d'une prise de contrôle, Étude comparative du droit du Delaware et du droit canadien*, 2e éd, Montréal, les éditions Thémis, 2016, p.370.

l'évaluateur dont la mission comprend celle de fournir une opinion sur la liquidité de la société cible.

Cependant, la mission des vérificateurs est loin d'être une tâche aisée du fait que, tout d'abord, leur rôle se limite à certifier les états qui leur sont présentés par les dirigeants « qui sont chargés de produire l'information qui servira à évaluer leur gérance. Il existe un risque que les données comptables fournies par la direction soient erronées ou biaisées. »<sup>238</sup> De plus, une certaine liberté est reconnue aux dirigeants dans le choix du mode de comptabilité qui leur convient le mieux. Cela n'est pas, en réalité, interdit. Cependant certains dirigeants s'en servent pour procéder à la gestion de résultats.<sup>239</sup> C'est dans cette dernière optique que se situe l'exemple d'*Enron*, où les dirigeants procédaient à la gestion des résultats<sup>240</sup> en reportant l'inscription de dépenses à des exercices futurs, en enregistrant des revenus fictifs et en omettant de divulguer certaines opérations, ce qui avait abouti à l'obtention des rendements élevés anticipés par les analystes financiers. Cette méthode permet parfois à certains dirigeants, rémunérés sous forme d'options d'achat d'actions, de profiter d'une hausse appréciable du prix des actions.<sup>241</sup>

Pour pallier ces dérives qui peuvent survenir dans l'exercice de la profession des vérificateurs, le *Règlement 52-108 sur la surveillance des vérificateurs*<sup>242</sup> a mis sur

---

<sup>238</sup> Voir Raymonde CRÊTE, Jean BEDARD et Stéphane ROUSSEAU « Les vérificateurs comptables et la fiabilité de l'information financière : les messages de l'environnement institutionnel et juridique », (2004) 45 *C.de D.* 219, 225.

<sup>239</sup> Hervé STOLOWY et Gaétan BRETON, « La gestion des données comptables : une revue de la littérature », (2003) 9 *Comptabilité-Contrôle-Audit* 130.

<sup>240</sup> Id, les auteurs définissent la gestion des résultats comme étant « l'exploitation de la discrétion laissée aux dirigeants en matière de choix comptables ou de structuration des opérations, dans le but de générer une modification du risque de transfert de richesses associé à l'entreprise ». Cité par Raymonde CRÊTE, Jean BEDARD et Stéphane ROUSSEAU « Les vérificateurs comptables et la fiabilité de l'information financière : les messages de l'environnement institutionnel et juridique », (2004) 45 *C.de D.* 219, 236.

« Cette notion englobe une grande variété de méthodes utilisées par les dirigeants en réponse à certaines pressions et motivations de manière à éconduire les utilisateurs des états financiers ».

<sup>241</sup> Jeffrey N. GORDON, «Governance failures of the Enron board and the new information order of Sarbanes-Oxley. (Symposium: Crises in Confidence: Corporate Governance and Professional Ethics Post-Enron) », (2003) 35(3), *Connecticut Law Review*, 1125-1143.

<sup>242</sup> *Règlement 52-108 sur la surveillance des vérificateurs* RLRQ, c. V-1.1, r. 26.

Un ensemble de règles qui permettent d'assurer la fiabilité de l'information financière et à soutenir la confiance des investisseurs. Ainsi tout cabinet d'expert-comptable qui établit un rapport d'audit sur les états financiers d'un émetteur assujéti doit, à la date du rapport, être un cabinet participant en ce sens qu'il est autorisé à établir de tels rapports. Il doit, en outre, démontrer qu'il respecte les sanctions prises et les restrictions émises par le conseil canadien sur la réédition des comptes (CCRC).<sup>243</sup> De même, l'émetteur qui dépose ses états financiers doit s'assurer que le rapport a été établi par un cabinet qui est en conformité avec la réglementation en la matière. Ce mécanisme permet d'assurer que les vérificateurs qui procèdent à l'évaluation des titres d'une société ou qui établissent des rapports de vérification respectent les règles d'indépendance, d'objectivité et d'intégrité mises sur pied par les ordres professionnels afin de garantir la fiabilité de l'information financière et comptable divulguée par la cible.

Toutefois, puisque les vérificateurs doivent établir leurs rapports sur la base des données qui leur sont fournies par les dirigeants, lesquelles peuvent être erronées ou biaisées, la mention apposée sur le rapport revêt une importance majeure. Ainsi, le juge Beauregard de la Cour d'appel du Québec, dans l'affaire *Caisse populaire de Charlesbourg*<sup>244</sup>, explique ainsi ce qu'il faut entendre par rapport des vérificateurs :

« Lorsqu'une personne apporte ses chiffres à son comptable et lui donne instructions de les mettre sous forme d'un bilan, sans en faire la vérification et sans annexer au bilan un rapport de vérification, nul ne peut évidemment faire grief au comptable si les chiffres que lui a fournis son client sont faux. La situation est évidemment tout autre lorsque le

---

<sup>243</sup> Art 2.1 du *Règlement 52-108 sur la surveillance des vérificateurs*. Les restrictions dont il est question ici sont liées au respect de l'éthique de la profession et le code déontologique des ordres professionnels qui régissent les activités comptables notamment ICCA.

<sup>244</sup> *Caisse populaire de Charlesbourg c. Michaud.*, (1990) 30 Q.A.C. 23 A la p. 28, [1990] R.R.A. 531

comptable annexe au bilan un "rapport des vérificateurs" qui laisse croire aux tiers que le comptable a vérifié les chiffres de son client »<sup>245</sup>.

C'est dire combien la mention faite au rapport des vérificateurs peut être importante pour témoigner de la fiabilité de l'information présentée. Si l'information financière servie aux membres du comité spécial qui doivent se fier aux recommandations du conseiller financier externe est biaisée, malgré leurs compétences et leur indépendance, l'opinion qu'ils pourront émettre au sujet de l'offre peut être erronée, aussi bien intentionnés fussent-ils. Les porteurs pourraient dans ce cas ne pas être en mesure d'apprécier avec justesse le caractère équitable de l'offre.

En tout état de cause, les vérificateurs, tout comme les administrateurs, les dirigeants ou l'initiateur qui ont produit une information, ou ont participé à son élaboration dans le cadre d'une offre publique d'achat, seront tenus d'attester de la fiabilité de celle-ci et en conséquence, pourraient être tenus responsables de tout manquement aux règles d'éthique et d'intégrité.

## **2- L'obligation d'attestation de l'information : une règle ex-post visant à assurer la fiabilité de l'information au profit des actionnaires**

À la suite de nombreux scandales financiers qui ont secoué les marchés, les Autorités en valeurs mobilières ont estimé qu'il était nécessaire d'opérer des réformes en vue de renforcer et de promouvoir la fiabilité des informations transmises dans le cadre des opérations des marchés financiers. Aux États-Unis, l'adoption en 2002 de la loi *Sarbanes-Oxley* a servi de base pour l'élaboration de

---

<sup>245</sup> Voir *Caisse populaire de Charlesbourg c. Michaud.*, (1990) 30 Q.A.C. 23 A la p. 28, [1990] R.R.A. 531.

nouvelles règles en matière de gouvernance des entreprises et de vérifications des informations.<sup>246</sup>

Au Canada, les Autorités en valeurs mobilières ont également adopté de nouvelles règles visant à assurer la qualité de l'information financière. Parmi celles-ci, figure en bonne place l'obligation d'attestation de l'information. L'obligation d'attestation ainsi que la mention des droits sont apparues comme un mécanisme permettant d'assurer la fiabilité de l'information dans la mesure où l'auteur de l'information s'engage à en assurer la fiabilité et par conséquent, contribue à maintenir la confiance des investisseurs dans les marchés. Dans le cadre d'une offre publique d'achat, cette obligation revêt un caractère essentiel et a un champ d'application plus étendu.

#### ***a- Une obligation au champ d'application étendu***

Dans la recherche de la fiabilité de l'information transmise aux actionnaires dans le cadre d'une offre publique d'achat, le *Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat* exige que toute personne qui dépose un document d'information relatif à l'offre puisse attester que ledit document ne comporte pas d'information fautive ou trompeuse ni n'omet de fait important devant être déclaré ou nécessaire à une déclaration non trompeuse.<sup>247</sup>

Bien que cette formulation ait soulevé un débat intense au sein de la doctrine et dans la jurisprudence<sup>248</sup> en ce qui concerne le sens qu'il faut attribuer aux termes

---

<sup>246</sup>voir STOCKS EXCHANGE COMMISSION, - Spotlight on *Sarbanes-Oxley* Rulemaking and Reports, [En ligne]: <http://www.sec.gov/spotlight/sarbanes-oxley.htm>. Pour un exemple de normes adoptées par les associations professionnelles, voir les nouvelles normes Américaines portant sur la responsabilité du vérificateur en matière de détection des fraudes, voir AMERICAN INSTITUTE OF CERTIFIED PUBLIC ACCOUNTANTS, Statement on Auditing Standards 99, Consideration of Fraud in a Financial Statement Audit, 2002. La loi Sarbanes-Oxley a créé un nouvel organisme de surveillance des vérificateurs, le Public Company Accounting Oversight Board. Voir aussi Raymonde CRÊTE, Jean BEDARD et Stéphane ROUSSEAU, « Les vérificateurs comptables et la fiabilité de l'information financière : les messages de l'environnement institutionnel et juridique », (2004) 45 *C.de D.* 219, 238-241.

<sup>247</sup> Voir 62-104A2 et 62-104A4 du *Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat*.

<sup>248</sup> Voir dans ce sens David L. JOHNSTON, Kathleen D. ROCKWELL et Christie FORD, *Canadian securities regulation*, 5e Edition 2014, LexisNexis, pp.382-383. « material facts »

tels que « *fait important* »<sup>249</sup> et même la difficulté à déterminer la *faute* de l'auteur du document, cette obligation a ouvert la voie à un ensemble de mesures permettant de poursuivre les auteurs de telles infractions. Ainsi, l'article 18.1 de *l'Instruction générale relatif au Règlement 52-109 sur l'attestation de l'information*<sup>250</sup> énonce que le dirigeant signataire qui fournit une attestation contenant une information fausse ou trompeuse peut faire l'objet de poursuites quasi-criminelles, administratives ou civiles en vertu des lois sur les valeurs mobilières<sup>251</sup>. En outre, un tel dirigeant pourrait éventuellement faire l'objet d'actions en dommages-intérêts en common law, selon le droit civil au Québec et en vertu des régimes de sanctions civiles prévues par la loi dans certains territoires.<sup>252</sup>

Si cet article parle de tout dirigeant signataire, il faut comprendre que dans le cadre d'une offre publique d'achat, son champ est plus étendu dans la mesure où il englobe non seulement les dirigeants, les administrateurs de la cible, les vérificateurs, évaluateurs et experts, mais encore et surtout l'initiateur de l'offre, qui est lui aussi tenu par l'obligation d'attestation<sup>253</sup>. Ce caractère particulier des offres publiques d'achat qui est accentué dans le cadre d'une offre faite par un initié contribue avec plus de poids à garantir aux porteurs de titres la fiabilité des informations qui leur sont transmises. Cela a l'avantage d'entretenir leur confiance

---

<sup>249</sup> Selon le régime ontarien, le « fait important,» (material fact) est défini comme étant, un fait dont il est raisonnable de s'attendre qu'il aura un effet appréciable sur le cours ou la valeur de ces valeurs mobilières, Art 5 LVM; Pour sa part, le Projet de loi uniforme définissait cette notion en ces termes: un fait qui serait fort probablement considéré comme important par l'investisseur raisonnable en vue de prendre une décision, notamment de décider s'il doit souscrire ou acquérir, conserver, vendre ou faire racheter les titres de l'émetteur ou comment exercer son droit de vote. En somme, l'importance attribué à un fait dépendra donc des facteurs objectifs et subjectifs. Toutefois il est important que dire ces deux approches sont conciliables dans la mesure où le comportement des investisseurs est influencé par l'information et les prix des titres dépendront de l'information diffusée.

<sup>250</sup> Art. 18.1, *Instruction générale relatif au Règlement 52-109 sur l'attestation de l'information* RLRQ, c. V-1.1, r. 27.

<sup>251</sup> Id., art. 18.1

<sup>252</sup> Art. 18.1 de *l'Instruction Générale relative au Règlement 52-109 sur l'attestation de l'information*.

<sup>253</sup> 62-104A2 du *Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat*.

dans les marchés et leur ouvre des voies de recours, tel qu'il leur est rappelé dans la rubrique *mention des droits*, qui dit :

« Les lois sur les valeurs mobilières établies par les autorités législatives au Canada confèrent aux porteurs de titres de la cible le droit de demander la nullité, la révision du prix ou des dommages-intérêts lorsqu'une note d'information, une circulaire ou un avis qui doit leur être transmis contient des informations fausses ou trompeuses ».<sup>254</sup>

Ceci implique que tout document transmis dans le cadre d'une offre publique d'achat peut, dès lors qu'il contient une information fausse ou trompeuse, donner lieu à l'ouverture des recours au profit des actionnaires. Son champ d'application étant étendu à tout signataire ou à tout expert ayant émis un avis dans ce cadre.

En somme, l'obligation d'attestation constitue pour les actionnaires une garantie de la fiabilité de l'information. Dans le cadre d'une offre publique d'achat, elle est donc plus étendue pour couvrir non seulement les avis des experts, les évaluateurs, les dirigeants et administrateurs tenus de signer les documents d'information, mais également pour se conformer au principe de la double source de provenance de l'information dans le cadre d'une offre publique d'achat, celle-ci s'étendant à l'initiateur de l'offre<sup>255</sup>.

### ***b- Une obligation aux sens et contenus précis***

L'obligation d'attestation se réfère à toutes les informations transmises aux porteurs de titres dans la note d'information et la circulaire des administrateurs, comme l'exige l'article 3.3 du *Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat*. Elle est ainsi formulée dans les *annexes 62-104A1 et 62-104A3*<sup>256</sup>:

« Le présent document ne contient pas d'information fausse ou trompeuse concernant un fait important, ni n'omet de fait important

---

<sup>254</sup> 62-104A1 du *Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat*.

<sup>255</sup> Voir *Règlement 62-104* rubrique attestation de la note d'information.

<sup>256</sup> Annexes 62-104A1 et 62-104A3 du *Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat*.

devant être déclaré ou nécessaire à une déclaration non trompeuse compte tenu des circonstances dans lesquelles elle a été faite »<sup>257</sup>;

Cette formulation peut paraître à première vue générale et vague. Cependant, pour rendre compte du contenu et du sens précis de cette obligation, il est utile de se reporter au *Règlement 52-109 sur l'attestation de l'information*<sup>258</sup>. Ce renvoi nous est permis en vertu de l'article 1.1 de *l'Instruction générale relative au Règlement 52-109*<sup>259</sup>, qui dit expressément que cette obligation doit être étendue à tous les documents « [...] déposés ou transmis en vertu de la législation sur les valeurs mobilières. »<sup>260</sup>

Un certain nombre d'éléments rentrent donc dans le contenu de cette obligation pour en préciser le sens. « Information fausse ou trompeuse », « image fidèle », « situation financière », et « responsabilité ». Selon *l'Instruction*, une information financière est considérée comme fiable dans la mesure où les montants et les informations présentés dans les états financiers ne comportent pas d'inexactitudes importantes. Les états financiers étant établis conformément aux principes comptables généralement reconnus de l'émetteur, ils doivent fournir une assurance raisonnable qu'ils reflètent en tous égards l'image fidèle de la situation financière de la société<sup>261</sup>.

L'image fidèle, quant à elle, dans le cadre de l'obligation d'attestation ne saurait se limiter aux principes comptables généralement reconnus. L'attestation de l'information vise à fournir l'assurance que l'information contenue dans les documents et aux dates de leur divulgation dans leur ensemble présente une *image exacte et complète* à tous égards importants et pouvant être plus large que les obligations d'information prévues par les principes comptables généralement

---

<sup>257</sup> Rubrique 26, Annexes 62-104A1 et Rubrique 19, Annexe 62-104A3, Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat

<sup>258</sup> Règlement 52-109 sur l'attestation de l'information RLRQ, 52-109 c. V-1.1, r.27.

<sup>259</sup> Art. 1.1, Instruction générale relative au règlement 52-109 sur l'attestation de l'information

<sup>260</sup> Id.

<sup>261</sup> Art. 4.3, Instruction générale relative au règlement 52-109 sur l'attestation de l'information

reconnus.<sup>262</sup> Les dirigeants ne peuvent donc pas, au sens de l'obligation d'attestation, se limiter à la déclaration de l'image fidèle conforme aux principes comptables généralement reconnus. Ils doivent aller plus loin en choisissant les méthodes comptables adéquats, en les appliquant de manière judicieuse. Les informations financières présentées doivent refléter de façon raisonnable les opérations sous-jacentes. Elles doivent inclure toute autre information nécessaire pouvant fournir aux investisseurs une image exacte et complète de la situation financière, de la performance financière et des flux de trésorerie. La situation financière globale comprend aussi bien la situation financière que d'autres facteurs qui peuvent avoir une incidence sur sa situation de trésorerie. Ils doivent également inclure ses sources de financement et toute information sur sa solvabilité.

En définitive, en établissant un champ d'application plus large et un contenu précis, l'obligation d'attestation de l'information offre aux porteurs de titres une garantie de fiabilité d'une information exhaustive en même temps qu'elle élargit le domaine des informations exigées de sorte qu'elle couvre l'ensemble des informations divulguées aux porteurs. L'on peut donc déduire de ce qui précède le souci des autorités législatives d'assurer aux investisseurs une information la plus complète et la plus fiable possible, gage de sécurité, d'intégrité et de transparence dans les marchés financiers.

---

<sup>262</sup> Art. 4.1, Instruction générale relative au règlement 52-109 sur l'attestation de l'information

## **DEUXIÈME PARTIE : LES ORGANISMES, LES SANCTIONS ET LA PROBLÉMATIQUE DES RECOURS ENCADRANT LE DROIT À L'INFORMATION DES ACTIONNAIRES LORS D'UNE OPA**

Pour assurer l'efficacité de l'encadrement du droit à l'information des porteurs de titres de la cible à l'occasion d'une offre publique d'achat, un régime de sanctions et des recours a été institué. Guidé par la volonté d'assurer aux actionnaires dont les titres sont sollicités, l'accès à une information complète et fiable, la diversité des sanctions et recours (Chapitre 1) a soulevé la question de leur finalité. Entre la dissuasion, la punition et la réparation, le débat autour des sanctions et recours s'articule autour de la question de savoir quels sont le rôle et la finalité des sanctions applicables à la présentation d'informations fausses ou trompeuses dans le cadre d'une OPA (Chapitre 2). Il est à noter que la détermination des peines imposées est guidée par l'objectif recherché, à savoir ce qu'est censée inspirer la sanction en question.

### **Chapitre I : Les sanctions et recours applicables aux atteintes du droit à l'information des porteurs de titres de la cible lors d'une OPA.**

L'encadrement du secteur des valeurs mobilières repose non seulement sur un cadre réglementaire adéquat prévoyant un régime de sanctions applicables aux atteintes, mais également sur la mise sur pied des acteurs chargés d'assurer la surveillance des opérations et de l'application de la loi. Au Canada, les commissions en valeurs mobilières ont traditionnellement constitué les acteurs principaux d'encadrement des marchés financiers<sup>263</sup>

---

<sup>263</sup> David L. JOHNSTON, Kathleen DOYLE ROCKWELL et Christie FORD, *Canadian Securities Regulation*, 5th Toronto, Paris, LexisNexis Canada, 2014, 63-130 ; Stéphane ROUSSEAU, « Le cumul des sanctions pénales et administratives au Canada », (2015) 1 *Revue internationale des services financiers*, 35, 36.

Dans le but d'assurer la protection des investisseurs, l'intégrité et la transparence dans les marchés financiers, les organismes provinciaux des valeurs mobilières sont dotés non seulement des pouvoirs dans la mise en œuvre d'un cadre réglementaire adéquat, mais aussi, ils ont des compétences les plus étendues dans la surveillance des opérations et dans l'application de la loi.

Au Québec, l'AMF en tant que régulateur provincial vise un ensemble d'objectifs<sup>264</sup>, dont notamment donner aux personnes et aux entreprises un accès à une information fiable, exacte et complète sur les institutions financières et autres intervenants du secteur financier et sur les produits et services offerts ; assurer la protection du public contre les pratiques déloyales, abusives et frauduleuses et de donner accès aux personnes et aux entreprises lésées à divers modes de règlement de différends.

La nécessité du cloisonnement des fonctions administratives d'encadrement et des fonctions juridictionnelles jadis réunies au sein des commissions en valeurs mobilières a conduit à la mise sur pied du tribunal administratif des marchés financiers (TAMF). Ce dernier est un organisme d'application de la loi autonome, qui fait office de juridiction spécialisée en matière financière.

Deux soucis majeurs sont au cœur de la création des tribunaux des marchés financiers. Tout d'abord la nécessité de préserver l'indépendance et l'autonomie des fonctions juridictionnelles par rapport aux fonctions administratives et ensuite l'importance de mettre sur pied une instance juridictionnelle composée de juges dotés d'une certaine expertise dans le domaine de la finance compte tenu des questions complexes dont font appel les cas soumis<sup>265</sup>

---

<sup>264</sup> Stéphane ROUSSEAU, *L'encadrement du secteur des valeurs mobilières par les provinces*, Montréal, Éditions Thémis, 2013, p.60.

<sup>265</sup> Dominique SCHMIDT et Anne-Valérie LEFUR, « Pour un tribunal des marchés financiers », (2015) *Bulletin Joly Bourse*, 6.

Le TAMF concourt avec les tribunaux judiciaires à assurer la protection des investisseurs et à promouvoir l'équité et la transparence des marchés financiers; dans la mesure où les tribunaux de droit commun sont compétents pour connaître des causes de nature indemnitaires ou des infractions de nature criminelle aux législations en valeurs mobilières à l'exemple de la présentation des documents contenant des informations fausses ou trompeuses à l'occasion d'une offre publique d'achat.

La complexité du contentieux en matière financière vient du fait qu'il fait appel à trois grandes catégories de procédures : administrative, pénale et civile pour les mêmes faits <sup>266</sup>. Ainsi, il est donc possible que, pour les mêmes faits, on applique à la fois des sanctions civiles, administratives et pénales. Toutefois, et c'est là une question importante, trois juridictions distinctes seront compétentes pour prononcer chacune de ces sanctions. Nous avons donc, en matière financière, des sanctions administratives, pénales et civiles. En quoi consistent ces sanctions ?

Ces trois types de sanctions (administratives, civiles et pénales) et le régime statutaire de responsabilité civile <sup>267</sup> visent à assurer la protection du droit à l'information des actionnaires lors d'une offre publique d'achat. Ainsi, il nous reviendra de voir dans une première section les sanctions administratives (I), puis dans une seconde section les sanctions pénales applicables à la diffusion d'informations fausses ou trompeuses dans les documents présentés dans le cadre d'une OPA (II) avant de voir dans la troisième section les sanctions civiles applicables aux atteintes du droit à l'information des actionnaires de la cible (III).

---

<sup>266</sup> Id. 1

<sup>267</sup> David L. JOHNSTON, Kathleen D. ROCKWELL et Christie FORD, *Canadian securities regulation*, 5e Edition, 2014, LexisNexis, pp.408-409. Voir aussi Stéphane ROUSSEAU, « Étude du recours statutaire en responsabilité civile pour le marché secondaire des valeurs mobilières du Québec », (2009) 43 *R.J.T.* 709, 714.

## **I- Les sanctions administratives**

Notons d'emblée que les sanctions administratives sont généralement des ordonnances de natures règlementaires émises par le tribunal des marchés financiers et, dans d'autres provinces où la séparation entre les fonctions d'enquête et les fonctions décisionnelles coexistent au sein d'un même organisme (commission), elle est un acte de l'organe de décision. Dans le cadre d'une offre publique d'achat, les sanctions administratives ont principalement pour but de s'assurer que les intervenants se conforment à leurs devoirs de divulgation et visent à faire régner l'ordre dans le secteur des marchés financiers. Elles visent également à sanctionner les manquements à l'éthique professionnelle et aux bonnes pratiques exigées des acteurs chargés de vérifier, de préparer et de publier les documents d'information requis. Nous pouvons distinguer d'une part les sanctions administratives non pécuniaires et d'autre part les sanctions administratives pécuniaires.

### **A- Les sanctions administratives non pécuniaires**

L'Autorité des marchés financiers dispose dans le cadre de ses enquêtes, de larges pouvoirs dans la mise en application de la *Loi sur les valeurs mobilières*. À sa demande ou à celle d'une personne intéressée, le tribunal des marchés financiers peut prendre des décisions<sup>268</sup>. Dans le cadre de sa mission de surveillance des marchés financiers, de protection des investisseurs et du public, la loi confère à l'Autorité des marchés financiers des pouvoirs décisionnels à portée individuelle et générale pour lui permettre d'assumer ses responsabilités<sup>269</sup>. Elle dispose des pouvoirs de mener des enquêtes et de prendre toutes les mesures nécessaires pour assurer la conformité à la loi et aux règlements<sup>270</sup>. L'Autorité peut, dans le cadre de sa mission de surveillance des opérations, demander à un agent ou à des

---

<sup>268</sup> Art 19.1, 19.6 et 93, Loi sur l'Autorité des marchés financiers, RLRQ, c. A-33.2;

<sup>269</sup> Stéphane ROUSSEAU, « Le cumul des sanctions administratives et pénales en droit financier canadien », (2015) 1 *Revue internationale des services financiers*, 35, 37.

<sup>270</sup> Id.

intervenants de confirmer, par une déclaration sous serment, l'authenticité de documents ou la véracité des renseignements communiqués<sup>271</sup>. Il est admis que l'Autorité exerce, en vue de l'enquête, toutes les attributions d'un juge de la cour supérieure sauf celle d'emprisonnement<sup>272</sup>. Dans le cours de son enquête, l'Autorité dispose des pouvoirs lui permettant d'adopter des mesures conservatoires comme par exemple le blocage<sup>273</sup>. L'ordonnance de blocage a pour but la protection du public et participe de la mission de l'autorité de régler le marché et de protéger le public<sup>274</sup>. Ainsi tout comme la commission des valeurs mobilières de l'Ontario, dans l'affaire *Institut Mérieux*<sup>275</sup>, la CVMQ, dans l'affaire *Gestion Claupier Inc.*, va émettre une ordonnance de blocage d'une offre, car celle-ci, en raison d'une convention comportant une option de vente au bénéfice d'un des actionnaires, créait une inégalité dans le traitement des porteurs<sup>276</sup>.

Les commissions ont également le pouvoir de retirer le bénéfice d'une dispense statutaire, le pouvoir d'interdire à toute personne toute activité en vue d'effectuer une opération sur valeurs<sup>277</sup>, le blâme, le refus de documents établis ou signés par une personne qui, au cours des cinq dernières années précédant le dépôt, a été reconnue coupable ou s'est avouée coupable d'une infraction disciplinaire, pénale ou criminelle liée aux valeurs mobilières. Dans cet ordre d'idées, la commission des valeurs mobilières du Québec a émis une ordonnance interdisant à *Cascades Inc.* toute opération sur les actions de catégorie B de *Rolland Inc.* jusqu'à ce qu'elle

---

<sup>271</sup> Article 237, LVM

<sup>272</sup> Voir art 14; art.90 de la *Loi sur l'Autorité des marchés financiers*; voir également dans ce sens Stéphane ROUSSEAU, *Législation en valeurs mobilières annotée : Lois, règlements et normes*, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 2014-2015, p. 88

<sup>273</sup> *Autorité des marchés financiers c. Pierre*, 2014 QCBD 59.

<sup>274</sup> *Brosseau c. Alberta Securities commission*, EYB 1989-66915, 1989 1 R.C.S. 301 (CSC), également *Geyser Informatics Inc. c. Commission des valeurs mobilières du Québec*, EYB 1990-76842, J.E. 90-499 (CS); *Autorité des marchés financiers c. Lemay*, (2012) 9 BAMF N° 50.

<sup>275</sup> *Institut Mérieux*, (1988) 11 O.S.C.B. 2541.

<sup>276</sup> *Gestion Claupier Inc.* (1992) 23 B.C.V.M.Q. n° 8, 21-23

<sup>277</sup> Stéphane ROUSSEAU, *L'encadrement du secteur des valeurs mobilières par les provinces*, Montréal, éditions Thémis, 2012, p.36.

fasse une nouvelle offre d'achat sur les actions de catégorie A ayant été déposées en raison d'une discrimination opérée par l'initiateur *Cascade Inc.*, qui créait une inégalité entre les porteurs<sup>278</sup>. Elle fut suivie dans ce sens par la commission des valeurs mobilières de l'Ontario *In the Matter of Rolland Inc and in the Matter of Cascades Inc.*<sup>279</sup> La commission des valeurs mobilières du Québec statuait que l'initiateur ne peut bénéficier d'une condition ( en l'espèce un droit de renoncement) mentionnée dans la note d'information que « lorsque la condition est claire et précise et qu'il n'existe aucune ambiguïté dans l'appréciation que peuvent en faire les porteurs »; elle précise que « L'objectif principal des dispositions sur les offres publiques est de protéger le petit actionnaire, l'actionnaire minoritaire. L'obligation d'information de l'initiateur doit donc être comprise en fonction de ce critère qui exige une information claire qui ne laisse pas de doute aux porteurs. »<sup>280</sup>

L'article 262.1 de la *Loi sur les valeurs mobilières* énumère un ensemble de mesures que le tribunal des marchés financiers peut prendre pour sanctionner une contravention à la législation sur les valeurs mobilières<sup>281</sup>.

Par suite d'un manquement à une obligation prévue par la législation en valeurs mobilières, le tribunal administratif des marchés financiers peut, à la demande de l'Autorité, rendre à l'égard de quiconque, afin de corriger la situation ou de priver une personne des gains réalisés à l'occasion de ce manquement, une ou

---

<sup>278</sup> *Rolland Inc.*, (1987) 18 B.C.V.M.Q. no 11, A3

<sup>279</sup> *In the Matter of Rolland Inc and in the Matter of Cascades Inc.*, (1987) 10 O.S.C.B. 1630.

<sup>280</sup> *Rolland Inc.* (1987) 18 B.C.V.M.Q. n° 11 A6.

<sup>281</sup> *Id.*; Art. 237, LVM.

plusieurs ordonnances suivantes<sup>282</sup> :

- enjoindre à une personne de se conformer :
  - à toute disposition de la loi sur les valeurs mobilières ou d'un règlement pris en application de celle-ci, ou de toute autre loi ou de tout règlement régissant les valeurs mobilières ;
  - à toute décision de l'Autorité prononcée en vertu de la loi ou d'un règlement pris en application de celle-ci ;
  - à tout règlement, toute règle ou politique d'un organisme d'autorégulation ou d'une bourse ou toute décision ou ordonnance qu'il prononce en vertu de ceux-ci;
- enjoindre à une personne de se soumettre à une révision de ses pratiques et de ses procédures et d'effectuer les changements requis par l'Autorité;
- annuler toute transaction conclue par une personne relativement à des opérations sur valeurs mobilières et lui enjoindre de rembourser à une autre toute partie des sommes d'argent que cette dernière a versées pour des valeurs mobilières ;
- enjoindre à une personne d'émettre, d'acheter, d'échanger ou d'aliéner toute valeur mobilière ;
- interdire à une personne d'exercer son droit de vote ou tout autre droit rattaché aux valeurs mobilières ;
- enjoindre à une personne de produire des états financiers conformes à la législation en valeurs mobilières ou un compte rendu comptable sous une forme que peut préciser le Tribunal des marchés financiers ;
- enjoindre à une personne de tenir une assemblée de ses actionnaires ;
- enjoindre à une personne de rectifier un registre ou un dossier ;
- enjoindre à une personne de remettre à l'Autorité les montants obtenus par suite de ce manquement.

Les sanctions du tribunal administratif des marchés financiers tout comme les décisions de l'Autorité sont nombreuses et visent à assurer le bon fonctionnement des marchés et la protection des investisseurs. À côté de ces sanctions administratives non pécuniaires le TAMF et l'autorité peuvent imposer des amendes qui varient selon la gravité de l'infraction.

---

<sup>282</sup> Art. 262, LVM.

## **B- Les sanctions administratives pécuniaires ou pénalités administratives**

Dans ses missions d'application de la loi, l'Autorité dispose des pouvoirs de prendre toutes les mesures nécessaires pour assurer la conformité à la loi et aux règlements et d'imposer des amendes<sup>283</sup>. Le tribunal administratif des marchés financiers, dès lors qu'il est établi qu'une personne a, par son acte ou son omission, contrevenu ou aidé à l'accomplissement d'une contravention à une disposition de la législation sur les valeurs mobilières, peut imposer à cette personne une pénalité administrative dont le montant ne peut excéder 2 000 000 \$ par contravention et en faire percevoir le paiement par l'autorité<sup>284</sup>.

Les sanctions administratives ne sont pas de nature pénale. Elles participent à la mission d'encadrement de l'industrie des valeurs mobilières et visent principalement à assurer le rendement du marché des capitaux et la confiance du public dans le système. Cependant, les amendes et autres sanctions administratives pécuniaires peuvent être confondues aux sanctions pénales, elles ne sont pas de nature pénale. C'est donc dire que la distinction entre celles-ci et les sanctions purement pénales mérite quelques précisions. Comme nous l'avons dit ci-dessus, les deux catégories sont guidées par un objectif d'intérêt public. Cependant il convient de dire ici que :

« Les sanctions administratives de la législation sur les valeurs mobilières sont davantage du domaine des affaires [...] internes ou disciplinaires qui sont de nature réglementaire, protectrice ou corrective et qui sont principalement destinées à maintenir la discipline, l'intégrité professionnelle ainsi que certaines normes professionnelles, ou à réglementer la conduite dans une sphère d'activité privée et limitée<sup>285</sup>. »

---

<sup>283</sup> Voir Stéphane ROUSSEAU, « Le cumul des sanctions pénales et administratives en droit financier canadien », (2015) 1 *Revue internationale des services financiers*, 35, 37.

<sup>284</sup> Art. 273.1, L.V.M.

<sup>285</sup> *R. c. Wigglesworth*, [1987] 2 R.C.S. 541, §23

En conséquence, par ses ordonnances, le tribunal administratif des marchés financiers peut, à la demande de l'Autorité, interdire la transaction entre l'initiateur et les porteurs, il peut exiger la restitution des titres ou des sommes d'argent perçues, demander la modification des documents d'information ou enjoindre tout intervenant de se conformer à la réglementation. Ces sanctions viseront essentiellement à assurer l'intégrité et la discipline dans le déroulement des offres publiques d'achat.

## **II- Les sanctions pénales applicables à la diffusion d'informations fausses ou trompeuses dans le cadre d'une OPA**

De manière générale, l'article 202 de la *Loi sur les valeurs mobilières* dispose que toute personne qui contrevient à une disposition de cette loi commet une infraction et est passible d'une amende minimale selon le plus élevé des montants de 2 000 \$, dans le cas d'une personne physique, et de 3 000 \$, dans le cas d'autres personnes, ou du double du bénéfice réalisé. Le montant maximal de l'amende est, selon le plus élevé des montants, de 150 000 \$, dans le cas d'une personne physique, et de 200 000 \$, dans le cas d'autres personnes, ou du quadruple du bénéfice réalisé<sup>286</sup>.

Dans le même ordre d'idée, la loi réprime la présentation de document contenant des informations fausses ou trompeuses dans la note d'information relative à une offre publique d'achat ou de toute autre document transmis à l'occasion d'une offre publique d'achat<sup>287</sup>. Dans ces cas, l'article 204 punit d'une amende minimale, selon le plus élevé des montants, de 5 000 \$, du double du bénéfice réalisé ou du cinquième des sommes investies. Le montant maximal de l'amende est, selon le plus élevé des montants, de 5 000 000 \$, du quadruple du bénéfice réalisé ou de la moitié des sommes investies<sup>288</sup>. Il est à signaler que le dirigeant, l'administrateur

---

<sup>286</sup> Art. 202, LVM.

<sup>287</sup> Art. 196 et 197, LVM.

<sup>288</sup> Art. 204, LVM.

ou le salarié de l'auteur principal de ses infractions y compris celui qui est rémunéré à commission, qui a autorisé ou a permis ces infractions, est passible de mêmes peines<sup>289</sup>. De même, celui qui, par son acte ou son omission, aide quelqu'un à commettre ces infractions est coupable comme s'il les avait accomplis lui-même.

En plus des amendes sus-évoquées, la loi prévoit également des peines d'emprisonnement pour la communication des informations fausses ou trompeuses à l'occasion d'une offre publique d'achat. Ainsi, aux termes de l'article 208.1, quiconque présente des informations fausses ou trompeuses dans la note d'information relative à une offre publique d'achat ou transmet des documents contenant des informations fausses ou trompeuses à l'occasion d'une offre publique d'achat, est passible d'un emprisonnement d'au plus cinq ans moins un jour<sup>290</sup>. Ainsi en est-il de quiconque aura aidé par son acte ou son omission à commettre ces infractions. Cette peine s'applique également au dirigeant, à l'administrateur, au salarié de l'auteur principal ou celui qui est rémunéré à la commission, s'il autorise ou permet une de ces infractions.

La peine d'emprisonnement est octroyée lorsque le comportement ne relève plus de la simple négligence, mais constitue une preuve d'abus de confiance envers les investisseurs<sup>291</sup>. Dans l'affaire *Veillet*, la cour a retenu, en plus d'informations fausses ou trompeuses divulguées invitant à l'épargne, que la pratique constituait également un abus de confiance dans la mesure où l'auteur s'adressait aux personnes ayant antérieurement eu des relations de toute autre nature avec l'auteur. Le tribunal a également tenu compte des montants, de la durée des infractions sur une période de 3 ans. En plus de deux ans de prison, l'accusé a été condamné à payer des amendes totalisant 1 296 800 \$.

---

<sup>289</sup> Art. 205, LVM

<sup>290</sup> Art. 208.1., LVM.

<sup>291</sup> *Autorité des marchés financiers c. Veillet*, 2014 QCCQ 2358 ; voir Stéphane ROUSSEAU, *Législation en valeurs mobilières annotée*, 2014-2015, Cowansville, Éditions Yvon Blais, p. 69.

### **III- Les sanctions et recours civils applicables aux atteintes du droit à l'information des actionnaires de la cible lors d'une OPA.**

Selon l'article 213.1 de la *Loi sur les valeurs mobilières*, les diverses sanctions civiles des atteintes au droit à l'information des investisseurs sont la nullité de la cession, la révision du prix et dommages-intérêts. Il y est énoncé que ces sanctions n'excluent pas une action en dommages-intérêts en application des règles du droit commun de la responsabilité civile. *La Loi sur les valeurs mobilières* ainsi que le *Règlement 62-104* exigent, dans le cadre d'une offre publique d'achat ou de rachat, la transmission d'un certain nombre d'informations aux porteurs de titres pour leur permettre de prendre une décision éclairée. Tout manquement à cette obligation donne ouverture aux sanctions sans préjudice à une action en dommages et intérêts.

#### **A- Généralités sur les sanctions civiles : Nullité, révision du prix et dommages-intérêts**

De manière plus concrète, le fait de lancer une offre publique d'achat sans note d'information constitue une atteinte au droit à l'information du porteur du titre qui peut être sanctionné par la nullité de la cession, la révision du prix, voire des dommages-intérêts<sup>292</sup>. Dans le même ordre d'idées, une offre publique d'achat sera considérée irrégulière lorsque la note d'information est incomplète et ne contient pas toutes les informations exigées par la loi et les règlements<sup>293</sup>. Il en sera également ainsi d'une note d'information qui omet des faits susceptibles d'avoir une influence sur la décision des porteurs de déposer ou non leurs titres,<sup>294</sup>

---

<sup>292</sup> Art. 215, LVM. Voir également dans ce sens *Cumulative Index Corporation et autres "c." Quadrex Information Systems Ltd.*, EYB 1989-77231, [1989] R.J.Q. 2555 (C.S.)

<sup>293</sup> *Québecair Air – Québec inc.*, (1986) 17 B.C.V.M.Q. n° 4, A1 voir aussi S. ROUSSEAU, *Législation en valeurs mobilières annotée*, Cowansville éditions Yvon Blais, 2014 p.41.

<sup>294</sup> *Rolland inc.*, (1987) 18 B.C.V.M.Q. n° 11, A3 ; Voir aussi *Investment Oxdom inc. c. Corporation d'acquisition Socanav-Caisse inc.*, EYB 1989-7902, [1989] R.J.Q. 2387 (C.S.)

car, conformément à la position du juge de la Cour suprême dans l'affaire *Behar c. golden pound Ressources inc*<sup>295</sup>, la règle de la divulgation complète vise la protection des personnes sollicitées. Il est à noter également que toute personne qui a cédé ses titres en réponse à une offre publique d'achat ou de rachat effectuée avec une note d'information contenant des informations fausses et trompeuses peut demander la nullité de la cession ou la révision du prix<sup>296</sup>.

Ainsi, le porteur qui a cédé ses titres en réponse à une offre publique d'achat sans note d'information, avec une note d'information incomplète ou omettant les faits susceptibles d'influencer la décision des porteurs de déposer ou non leurs titres peut demander la nullité de la cession ou la révision du prix. Il peut en outre poursuivre en dommages-intérêts l'initiateur, ses dirigeants et ses administrateurs.

La personne qui a cédé des titres en réponse à une offre publique d'achat avec une note d'information contenant des informations fausses ou trompeuses peut demander la nullité de la cession ou la révision du prix. De plus, le demandeur peut poursuivre en dommages-intérêts l'initiateur, ses dirigeants et ses administrateurs de même que l'expert dont un avis contenant des informations fausses ou trompeuses a été reproduit, avec son consentement, dans la note d'information relative à une offre publique d'achat. Il peut également poursuivre, dans les mêmes conditions, toute personne qui, conformément aux conditions et modalités prévues par le règlement, est tenu de signer une attestation dans la note d'information. La même sanction est prévue en cas d'informations fausses ou trompeuses contenues dans les documents établis lors d'une offre publique d'achat par le conseil d'administration, un administrateur ou un dirigeant de la cible.

Toujours en lien avec la transmission d'informations fausses et trompeuses aux porteurs de titres, constitue une infraction le fait de présenter de informations

---

<sup>295</sup> *Behar c. golden pound Ressources inc.*, [1986] R.J.Q.3064 (C.S.)

<sup>296</sup> Art. 222, LVM.

fausses ou trompeuses dans un document d'information relatif à une offre publique d'achat. De même, commet une infraction celui qui fournit, de toute autre manière, des informations fausses ou trompeuses à l'occasion d'une offre publique d'achat<sup>297</sup>. Aux termes de l'article 225 de la loi, une information fausse ou trompeuse contenue dans l'un des documents établis lors d'une offre publique d'achat par le conseil d'administration, un administrateur ou un dirigeant de l'émetteur visé donne ouverture, en faveur de tous les porteurs de titres de l'émetteur visé au moment de l'offre, à une action en dommages-intérêts contre le ou les signataires du document. Dans l'administration de la loi, il est à noter qu'il n'est pas nécessaire de prouver l'intention coupable. Il ressort de l'affaire *Laliberté* que la seule preuve de l'information fausse ou trompeuse entraîne la culpabilité du défendeur<sup>298</sup>. La nullité ici proclamée est une nullité relative puisqu'elle vise à assurer l'ordre public de protection<sup>299</sup>.

### **B- Le régime particulier de responsabilité civile pour transmission d'informations fausses ou trompeuses dans le cadre d'une OPA : Les dommages-intérêts.**

Soucieux d'assurer la protection du public, le bon fonctionnement des marchés et de préserver la confiance des investisseurs, le contentieux financier se caractérise par trois procédures distinctes : pénale, administrative et civile. La réglementation des marchés financiers a initialement été perçue comme un instrument visant davantage à protéger l'activité que les acteurs, l'investissement que les investisseurs, l'épargne plutôt que les épargnants<sup>300</sup>. Il s'est agi à l'origine de politiques législatives mues par la volonté de faire primer l'intérêt général sur l'intérêt particulier, en plaçant au premier rang la répression pénale des abus de marché (à laquelle pouvait se greffer une procédure civile) et souvent une

---

<sup>297</sup> Art. 196, LVM.

<sup>298</sup> *Autorité des marchés financiers c. Laliberté*, 2009 QCCS 1872 (CS)

<sup>299</sup> Voir *Savard c. 2329 Québec inc.* EYB 2005- 93444, J.E 2005-1477 (C.A.)

<sup>300</sup> *L'évaluation du préjudice financier de l'investisseur dans les sociétés cotées*, Commission ad hoc interdisciplinaire du Club des juristes, Rapport du club des juristes, 2014. P.14.

répression administrative. Une pensée fondée sur l'idée que les individus (investisseurs) sont protégés par ricochet par la dissuasion que sont censés inspirer les sanctions imposées<sup>301</sup>. Dans un tel contexte, l'impératif répressif l'emportait sur l'impératif indemnitaire<sup>302</sup>.

Cependant, dans un monde caractérisé par la postmodernité, en proie à la montée des initiatives privées, à la promotion des droits individuels et par une certaine tendance à la subjectivisation, des réflexions sont de plus en plus entretenues sur la nécessité de protéger de manière plus efficace les droits de la personne et les intérêts des particuliers. Cette vision subjective des rapports sociaux a appelé des réformes qui mettent au cœur des préoccupations l'intérêt des particuliers sans pour autant négliger l'intérêt général. Il s'agit d'une réponse à une attente croissante des investisseurs qui demandaient que le préjudice personnellement vécu dans les opérations des marchés financiers soit réparé<sup>303</sup>.

Dans un premier temps, des réflexions ont été menées pour examiner dans quelle mesure le principe de la responsabilité civile de droit commun pouvait être appliqué aux délits d'abus de marché et plus particulièrement à la présentation d'informations fausses et trompeuses. A priori, l'on pourrait être tenté de croire que le régime général de la responsabilité civile trouverait ici un terrain propice. Inspiré d'un principe de justice naturelle, le principe de la responsabilité civile<sup>304</sup> veut que toute personne qui a un devoir légal ou contractuel envers une autre doive à cette dernière réparation lorsque par négligence ou en ne respectant pas

---

<sup>301</sup> Alain PIETRANCOSTA, « Délits boursiers : la réparation du préjudice subi par l'investisseur », (2007) 3 *RTDF* n° 32007 p. 21 et s.

<sup>302</sup> Id. p.1.

<sup>303</sup> Anita ANAND, David JOHNSTON et Gregory PETERSON, *Securities Regulation; Cases, Notes and Materials*, Toronto and Vancouver, Butterworths, pp.233-234; Alain COURET, « Abus de marché : quelles réparations ? », *Quelles stratégies face aux abus de marché ? Réparer, transiger, sanctionner*, Colloque du 27 novembre 2013, CREDA consulté en ligne le 21 septembre 2016. [http://www.cci-paris idf.fr/sites/default/files/creda/pdf/documents/abus\\_de\\_marche\\_actes.pdf](http://www.cci-paris idf.fr/sites/default/files/creda/pdf/documents/abus_de_marche_actes.pdf)

<sup>304</sup> Voir à cet effet les articles 1457 et 1458 du C.c.Q. responsabilité civile extracontractuelle et responsabilité civile contractuelle.

les termes d'un contrat, elle lui cause un dommage<sup>305</sup>. En d'autres termes, il implique que quiconque cause par son fait ou sa négligence un dommage à autrui s'oblige par le fait même à le réparer, dans la mesure où, par son fait fautif, il a transgressé un devoir. Cependant, la réalité de la responsabilité civile pour diffusion d'informations fausses ou trompeuse dans le marché financier ne paraît pas admettre très facilement une application tous azimuts de ce régime général dans le cadre du contentieux financier. Car, « comme l'ont souligné des observateurs, les conditions d'ouverture de ce régime érigent des barrières importantes en limitant l'utilisation par les investisseurs pour sanctionner des manquements aux obligations de divulgation »<sup>306</sup>. D'où la recherche de nécessaires adaptations.

Pour souligner la particularité du dommage de l'investisseur et la nécessité de mettre sur pied un régime particulier de responsabilité civile qui puisse s'appliquer à la diffusion d'informations fausses ou trompeuses dans les opérations des marchés financiers, Alain Pietrancosta déclare :

«...on se trouve là confronté à des victimes d'un genre un peu atypique, auquel le droit commun de la responsabilité délictuelle (pour l'essentiel) n'est pas toujours habitué : Des victimes souvent ignorantes du dommage qu'elles subissent, en raison de la difficulté de détecter les délits et manquements ; des victimes passives, apathiques, une apathie rationnelle compte tenu de leur éparpillement et de l'absence d'instruments d'action collective efficaces face à des préjudices de

---

<sup>305</sup>Jean-Louis BAUDOIN et Patrice DESLAURIERS et Benoit MOORE, *La responsabilité civile*, 8<sup>e</sup> éd., Cowansville, Éditions Yvon Blais, 2014, p.99. Voir aussi, Stéphane ROUSSEAU, « La responsabilité civile de l'analyste financier pour la transmission d'information fausse ou trompeuse sur le marché secondaire des valeurs mobilières », (2000) 34 *R.J.T.* 193, 199, définissant la faute comme la transgression d'un devoir.

<sup>306</sup> Voir Stéphane ROUSSEAU, « Étude du recours statutaire en responsabilité civile pour le marché secondaire des valeurs mobilières au Québec », (2009) 43 *R.J.T.* 709, 714.; David L. JOHNSTON, Kathleen Doyle ROCKWELL et Christie FORD, *Canadian Securities Regulation*, 5<sup>e</sup> éd., Toronto, LexisNexis, 2014, p. 435-469.; voir aussi Stéphane ROUSSEAU et Raymonde CRETE, « L'environnement législatif québécois au regard du projet d'adoption d'un régime statutaire de responsabilité civile dans le contexte du marché secondaire des valeurs mobilières », (1999) 59 *R. du B.* 627.; Joan C. SMART et Patricia L. OLASKER, « Disclosure Standards in Canada », (1996) 19 *O.S.C.B.* 221.

masse ; des victimes conscientes, sinon partiellement consentantes, qui connaissent et sont censées assumer le risque inhérent aux opérations de marché [...] Des victimes indéterminées, ou au moins rendues difficilement identifiables [...] voire même des victimes introuvables, [...] ou pire, des victimes nécessaires, sacrifiées sur l'autel de l'efficacité des marchés ; certainement, en tout cas, des victimes aux préjudices difficilement évaluables »<sup>307</sup>

C'est dire qu'il est impératif que soit mis sur pied un régime de responsabilité civile qui puisse convenir aux marchés financiers. Le législateur québécois a adopté, dans la réforme de la *Loi sur les valeurs mobilières*<sup>308</sup>, un régime particulier de responsabilité civile pour le marché primaire et pour les offres publiques d'achat qui déroge au régime général de la responsabilité civile de droit commun<sup>309</sup>. « En adoptant ces recours, le législateur s'inscrivait dans la mouvance des réformes réalisées en Ontario, puis dans les autres provinces anglo-canadiennes à cet égard »<sup>310</sup>. Bien que cette réforme soit fort louable, il demeure certains obstacles et facteurs qui viennent infléchir l'efficacité de sa mise en œuvre et poussent les observateurs à s'interroger sur sa portée. Ainsi, peut-on dire qu'un porteur qui a cédé ses titres ou les a conservés à la suite d'informations fausses ou trompeuses contenues dans des documents transmis à l'occasion d'une offre publique d'achat peut poursuivre l'auteur et en obtenir réparation ?

---

<sup>307</sup>Alain PIETRANCOSTA, « Délits boursiers : la réparation du préjudice subi par l'investisseur », (2007) 3 *RTDF* n° 32007 p. 21 et s.

<sup>308</sup> *Loi sur les valeurs mobilières RLRQ c. V-1.1.*

<sup>309</sup> Art. Ann62-104A4, *Règlement 62-104*, Art. 269 LVM, Le régime particulier de responsabilité civile pour la diffusion d'informations fausses ou trompeuses dans les documents relatifs à une offre publique d'achat se caractérise par une présomption de lien de causalité entre la faute du défendeur et le dommage subi par l'investisseur. Il est à rappeler que le demandeur n'a pas à apporter la preuve du dommage dans la mesure où selon la *fraud-on-the-market theory*, il est considéré que tout investisseur se sert de l'information pour transiger. Une information fausse ou trompeuse est présumée l'avoir éconduit dans sa décision d'investissement.

<sup>310</sup>Stéphane ROUSSEAU, « Régimes de responsabilité civile : divulgation sur les marchés primaire et secondaire », fascicule 13. P.13/7., [www.lexisnexis.com/store/images/samples/CA/9780433466239.pdf](http://www.lexisnexis.com/store/images/samples/CA/9780433466239.pdf) consulté en ligne le 19 septembre 2016.

Puisque la réflexion sur sa portée fera l'objet du prochain chapitre qui portera sur la finalité et la portée de ces sanctions et recours, nous examinerons ici ses fondements et les modalités de sa mise en œuvre. En d'autres termes, il reviendra de voir qui peut agir, où, contre qui, sur quelle base<sup>311</sup> et pour obtenir quoi ou plutôt combien?

### **1- Fondements et conditions d'ouverture du recours**

Pour parfaire la protection des investisseurs et sauvegarder le bon fonctionnement du marché, un régime de responsabilité civile destiné à réparer le préjudice subi par les porteurs lorsqu'un document transmis dans le cadre d'une offre publique d'achat contient une information fausse ou trompeuse est mis sur pied. Il vient s'ajouter aux régimes des sanctions pénales et administratives pour renforcer la protection du public et préserver la confiance des investisseurs dans le marché.

Nous ne saurions analyser les fondements et conditions d'ouverture et de mise en œuvre du recours en responsabilité civile pour atteinte au droit à l'information des porteurs de titres lors d'une opération d'offre publique d'achat sans au préalable présenter sommairement le principe général de la responsabilité civile de droit commun. Il convient à cet effet de voir également les tentatives de son application aux manquements aux obligations d'information visant les marchés financiers.

#### **a- Le régime général de la responsabilité civile**

Le principe de la responsabilité civile est un principe de justice naturelle qui veut que toute personne qui cause un dommage à autrui s'engage par le fait même à le réparer. Comme le pose le *Code civil du Québec*<sup>312</sup> dans son article 1457 :

« Toute personne a le devoir de respecter les règles de conduite qui, suivant les circonstances, les usages ou la loi, s'imposent à elle, de manière à ne pas causer de préjudice à autrui. Elle est, lorsqu'elle est douée de raison et qu'elle manque à ce devoir, responsable du préjudice

---

<sup>311</sup> Alain PIETRANCOSTA « Délits boursiers : la réparation du préjudice subi par l'investisseur », (2007) 3 RTDF n° 32007 p. 24 § 7.

<sup>312</sup> *C.c.Q.*, art. 1457

qu'elle cause par cette faute à autrui et tenue de réparer ce préjudice, qu'il soit corporel, moral ou matériel ».

L'objectif fondamental de la responsabilité civile est donc la réparation du préjudice causé à autrui par un fait fautif ou par négligence. A cet effet, l'on peut dire que le propre de la responsabilité civile est de rétablir aussi exactement que possible l'équilibre détruit par le dommage et de replacer la victime dans la situation où elle se serait trouvée si l'acte dommageable ne s'était pas produit.<sup>313</sup> Le principe de la responsabilité civile repose sur trois piliers principaux qui sont : une faute, un préjudice et le lien de causalité entre le fait fautif et le préjudice subi.

S'agissant de la faute, celle-ci est définie comme la transgression d'un devoir. Il s'agit en effet de la transgression d'une norme de conduite juridiquement obligatoire qui s'impose à toute personne douée de raison afin de ne pas porter préjudice à autrui d'une manière illégitime.<sup>314</sup> Bien que la norme de référence soit la personne raisonnablement prudente et diligente, le tribunal l'apprécie en tenant compte des circonstances, des usages et la loi et détermine que la personne dont le comportement s'en écarte commet une faute.<sup>315</sup>

Sans pour autant s'étendre sur le sujet, nous pouvons dire que le principe général de la responsabilité civile est extensif en comparaison au régime particulier et restreint de responsabilité civile prévue par la *Loi sur les valeurs mobilières* en cas de divulgation d'informations fausses et trompeuses dans le cadre d'une offre publique d'achat.

---

<sup>313</sup> Civ. 2<sup>ème</sup>, 1<sup>er</sup> avr. 1963, Bull. civ. II. n° 309. Pour un exemple récent : Com., 10 janv. 2012, n° 10-26.837, inédit. Voir aussi René SAVATIER, *Traité de la responsabilité civile en droit français*, T. 2, 2<sup>ème</sup> éd., 1951, n° 601.

<sup>314</sup> Jean-Louis BAUDOUIN et Patrick DESLAURIERS, *La responsabilité civile*, 5<sup>e</sup> éd., Cowansville, Éditions Yvon Blais, 2014, p. 96-99.

<sup>315</sup> Stéphane ROUSSEAU et Raymonde CRÊTE, « L'environnement législatif québécois au regard de l'adoption d'un régime Statutaire de responsabilité civile dans le contexte du marché secondaire des valeurs mobilières » (1999) 59 *R. du B.* 627, 642.

Le préjudice quant à lui, doit être certain, réel<sup>316</sup>, immédiat et direct. Il ne saurait être potentiel et son évaluation est à la base de l'indemnisation. La réparation du préjudice résultant d'une faute civile n'est pas proportionnée à la gravité de la faute, mais à la seule importance du dommage subi.<sup>317</sup>

Ainsi, pour pouvoir engager la responsabilité civile, la victime doit démontrer l'existence d'un dommage direct, légitime et certain. C'est dire en d'autres termes : « Sans dommage, pas de droit à réparation ».<sup>318</sup> C'est d'ailleurs ce qu'a rappelé la Cour d'appel de Paris dans l'affaire *LVMH c. Morgan Stanley*<sup>319</sup> en jugeant que « toute faute, même légère, ouvre droit à la réparation intégrale du dommage causé, mais à ce seul dommage certain, actuel, né de la faute ».

Cependant, dans certains cas, le préjudice peut consister en la perte d'une chance. En effet, bien qu'il soit difficile dans ces cas de déterminer avec exactitude la valeur du préjudice, le principe de la responsabilité civile admet tout de même que lorsque le préjudice est certain, il ouvre droit à réparation. La perte de chance réparable consiste donc dans « la disparition actuelle et certaine d'une éventualité favorable ».<sup>320</sup> Elle permet d'indemniser « la perte certaine du résultat d'un processus au dénouement incertain ».<sup>321</sup> En d'autres termes la perte de chance « permet d'indemniser *partiellement* une victime pour le préjudice qu'elle subit lorsque le fait générateur semble avoir joué un rôle dans sa survenance sans que l'on ait la certitude qu'il en a été une cause ».<sup>322</sup>

---

<sup>316</sup> Jean-Louis BAUDOUIN et Patrick DESLAURIERS, *La responsabilité civile*, 5e éd., Cowansville, Éditions Yvon Blais, 2014, pp. 171-175.

<sup>317</sup> Nicolas RONTCHEVSKY, « La réparation limitée du préjudice des investisseurs victimes d'une fausse information en droit français », (2011) *Journal des sociétés* 19.

<sup>318</sup> François TERRÉ, Philippe SIMLER, Yves LEQUETTE, *Droit Civil, Les obligations*, Précis Dalloz, 2013, n° 700.

<sup>319</sup> Paris, 15 e Ch., B, 30 juin 2006, n° 04/06308, *Sté Morgan Stanley et Co. et Sté Morgan Stanley DW. Inc. c. Sté LVMH*, RTD. com. 2006.875, obs. Nicolas RONTCHEVSKY, *D.* 2006, AJ p. 2241, obs. Xavier DELPECH; *Banque et droit*, 2006, p. 34, obs. H. de VAUPLANE;

<sup>320</sup> Civ. 1re, 21 nov. 2006, n° 05-15.674, Bull. civ. I, n° 498

<sup>321</sup> Jean-Sébastien BORGHETTI, *RDC* 2008, p. 776 s.

<sup>322</sup> Patrice JOURDAIN, « Les nouveaux usages de la perte de chance », (2010), *RTD Civ.*, 330 s.

En ce qui concerne le lien de causalité, disons que c'est le lien entre le fait fautif et le préjudice subi. En d'autres termes, pour que le régime de la responsabilité civile soit mis en œuvre, il ne suffit pas qu'il y ait une transgression d'un devoir. Aussi, le fait que la victime ait subi un préjudice n'est pas une condition suffisante. Il faut en plus de ces deux critères, qu'il y ait un lien de causalité qui rattache le préjudice au fait fautif. Au terme de l'article 1607 du *Code civil du Québec*, ce préjudice doit être la conséquence directe et immédiate du fait fautif reproché. Ainsi, pour qu'une personne soit tenue responsable selon le principe de la responsabilité civile de droit commun, il faut nécessairement qu'un lien soit établi entre la faute qu'elle a commise et le préjudice subi par la victime.<sup>323</sup> Cela appelle à deux mouvements indispensables : premièrement, identifier la source réelle de l'évènement ayant causé le préjudice. Deuxièmement, le nécessaire rattachement de cet évènement au comportement fautif d'autrui<sup>324</sup>.

Le principe de la responsabilité civile a été utilisé de manière extensive pour englober des atteintes diverses. Ce procédé s'explique par un principe de solidarité sociale et de justice naturelle qui voudrait que celui qui a subi un préjudice sans en être responsable soit indemnisé et rétabli dans ses droits.

Il est utile de rappeler que ce principe de la responsabilité civile a à certaines occasions été appliqué par les tribunaux pour demander la réparation du préjudice subi par les investisseurs à la suite de la diffusion d'informations fausses et trompeuses dans un prospectus.<sup>325</sup>

---

<sup>323</sup> Voir aussi Stéphane ROUSSEAU et Raymonde CRÊTE, « L'environnement législatif québécois au regard de l'adoption d'un régime statutaire de responsabilité civile dans le contexte du marché secondaire des valeurs mobilières », (1999) 59 *R. du B.* 627, 657.

<sup>324</sup> *Id.*

<sup>325</sup> *Dupuis c. Pan American Mines Ltd.* (1979) 7 B.L.R. 288 (C.S.Q.). Voir aussi Stéphane ROUSSEAU et Raymonde CRÊTE, « L'environnement législatif québécois au regard de l'adoption d'un régime Statutaire de responsabilité civile dans le contexte du marché secondaire des valeurs mobilières », (1999) 59 *R. du B.* 627, 644.

Toutefois, les particularités liées à l'industrie des valeurs mobilières ne rendent guère aisée une telle transposition. En effet, la volatilité des titres, la fluctuation des coûts, la difficulté même d'établir la valeur fondamentale des titres et la complexité du système d'information ainsi que les difficultés liées à la détection des atteintes constituent des obstacles qui rendent difficile l'application stricte du régime de la responsabilité civile de droit commun au contentieux financier pour indemniser les investisseurs victimes. Selon des observateurs<sup>326</sup>, il serait difficile sur cette base de pouvoir indemniser les investisseurs victimes d'abus :

« Le problème le plus délicat concerne le lien de causalité. En effet, il ne suffit pas de constater l'existence d'une faute et d'un préjudice. Encore faut-il que les deux soient liés. Pour prouver qu'une information abusivement retenue par un initié, c'est-à-dire non dévoilée au marché, ou pour établir qu'une fausse information, par suite d'une manipulation de cours ou d'une diffusion trompeuse, a pu générer le préjudice, il faut établir trois éléments indispensables.

Il faut d'abord que la victime démontre qu'il existe une relation entre la fausse information, ou l'information retenue par l'initié, et le cours du titre. Si la fausse information n'a produit aucun effet sur le cours du titre, il n'y a pas de préjudice. La fausse information s'est noyée dans le flot des informations qui chaque jour arrivent sur les marchés. Donc une information qui n'aurait pas de relation avec le cours du titre ne provoque pas de préjudice réparable.

A supposer que cette relation soit établie, il faut encore la mesurer : quel aurait été le cours en l'absence de l'information fausse ou retenue ? Il faut enfin que la victime établisse la relation entre la fausse information, ou l'information retenue abusivement par l'initié, et sa propre décision d'investir ou de conserver : elle devra prouver que la fausse information a exercé une influence quasi déterminante sur sa décision d'acheter, de vendre ou de conserver. Supposons qu'un

---

<sup>326</sup> Dominique SCHMIDT, « Existe-t-il véritablement un préjudice réparable » ? *Quelles stratégies face aux abus de marché ? Réparer, transiger, sanctionner*, Colloque du 27 novembre 2013, CREDA. [http://www.cci-paris.idf.fr/sites/default/files/creda/pdf/documents/abus\\_de\\_marche\\_actes.pdf](http://www.cci-paris.idf.fr/sites/default/files/creda/pdf/documents/abus_de_marche_actes.pdf) consulté en ligne le 27 septembre 2016

investisseur ait effectué une opération tel jour, mais que ce jour-là il ne connaissait pas la fausse information. Cette information aurait-elle eu un impact sur le cours, elle n'a pas dicté son arbitrage. Il faut donc qu'il démontre qu'il connaissait la fausse information et que cette fausse information l'a déterminé à acheter le titre en cause. C'est dire à quel point la preuve du lien de causalité est très difficile à rapporter.<sup>327</sup> »

C'est dire combien le régime général de la responsabilité civile de droit commun pose des difficultés quasiment insurmontables pour les investisseurs victimes d'abus. Des observateurs ont dans ce sens, souligné que les conditions d'ouverture de ce régime érigent des barrières importantes en limitant l'utilisation par les investisseurs pour sanctionner des manquements aux obligations de divulgation.<sup>328</sup>

Il était donc non seulement utile, mais nécessaire de mettre sur pied un régime particulier de responsabilité civile adaptée au secteur des valeurs mobilières et particulièrement aux règles encadrant la présentation des informations dans le cadre des offres publiques d'achat qui, tout en étant un régime restreint, contribuerait à améliorer la protection du droit des investisseurs.

### **b- Le régime particulier de responsabilité civile applicable aux offres publiques d'achat : Fondements et conditions d'ouverture**

La *Loi sur les valeurs mobilières* au Québec prévoit un régime particulier de responsabilité civile applicable aux offres publiques d'achat. La réforme de la *Loi sur les valeurs mobilières* opérée ainsi à la suite d'une réforme similaire ayant eu

---

<sup>327</sup> Dominique SCHMIDT, « Existe-t-il véritablement un préjudice réparable » ? *Quelles stratégies face aux abus de marché ? Réparer, transiger, sanctionner*, Colloque du 27 novembre 2013, CREDA. [http://www.cci-paris.idf.fr/sites/default/files/creda/pdf/documents/abus\\_de\\_marche\\_actes.pdf](http://www.cci-paris.idf.fr/sites/default/files/creda/pdf/documents/abus_de_marche_actes.pdf) consulté en ligne le 27 septembre 2016

<sup>328</sup> David L. JOHNSTON et Kathleen Doyle ROCKWELL, *Canadian Securities Regulation*, 5<sup>e</sup> éd., Toronto, LexisNexis, 2014, p. 434-469.; voir aussi Stéphane ROUSSEAU, « Étude du recours statutaire en responsabilité civile pour le marché secondaire des valeurs mobilières au Québec », (2009) 43 *R.J.T.* 709, 714.; Voir Stéphane ROUSSEAU et Raymonde CRETE, « L'environnement législatif québécois au regard du projet d'adoption d'un régime statutaire de responsabilité civile dans le contexte du marché secondaire des valeurs mobilières », (1999) 59 *R. du B.* 627.; Joan C. SMART et Patricia L. OLASKER, « Disclosure Standards in Canada », (1996) 19 *O.S.C.B.* 221.

lieu en Ontario permet à tout porteur qui a cédé ses titres au cours d'une offre publique d'achat à la suite d'une information comportant des inexactitudes, d'intenter un recours civil en vue d'obtenir la réparation du préjudice subi. Ce recours qui déroge au régime de droit commun de la responsabilité civile se caractérise par la simplicité de ses formalités, un certain nombre de présomptions qui allègent le fardeau de la preuve, facilite sa mise en œuvre et concourt ainsi à une plus grande protection des investisseurs.

### **↳ Les fondements du recours en responsabilité civile pour informations fausses à l'occasion d'une offre publique d'achat.**

Une offre publique d'achat étant une opération qui a pour but de laisser les porteurs de titres de la cible le soin de prendre une décision d'accepter de céder leurs titres ou de les conserver, il est nécessaire pour que leur décision soit éclairée, que leur soit fournie l'information la plus exacte et la plus complète sur l'opération pour garantir la transparence et l'équité dans le déroulement de l'offre.<sup>329</sup>

Une contravention à cette exigence constitue une atteinte grave non seulement à l'intégrité du marché, mais aussi au droit des actionnaires à une information adéquate. Sur ce, la *Loi sur les valeurs mobilières* prévoit un recours en responsabilité civile au profit du porteur de titre qui, dans le cadre d'une offre publique d'achat, aurait cédé ses titres sur la base d'une information fautive ou trompeuse contenue dans un document transmis à cette occasion. À la suite de l'article 213.1 al.2, les dispositions des chapitres I et II du titre VIII de la Loi établissent les règles particulières relatives à l'exercice d'une action en dommages-intérêts en cas de diffusion d'informations fausses ou trompeuses. Plus précisément, les articles 215, 222 à 225.0.1 énoncent que toute personne qui a

---

<sup>329</sup> Instruction générale 62-203, art. 2.1 ; *Cineplex Odeon Corporation*, (1989) 20 B.C.V.M.Q. n° 20, 2; *2425-4526 Québec inc.*, (1990) 21 B.C.V.M.Q. n° 44, 2; *Transamerica Acquisition Corporation, Canada (Groupe Cantrex inc.)*, (1998) 29 B.C.V.M.Q. n° 47, 14.; Stéphane ROUSSEAU, *Législation en valeurs mobilières annotée 2016-2017*, Cowanville, Yvon Blais, 2016 p. 41.

cédé ses titres dans le cadre d'une offre publique d'achat peut, outre les actions en nullité ou en révision du prix, exercer un recours en dommages-intérêts lorsqu'il a cédé ces titres en l'absence des documents d'information requis, ou lorsque les documents transmis contenaient une information incomplète, fautive ou trompeuse.<sup>330</sup> Ces dispositions se trouvent présentées de manière synthétique dans la formule de mention des droits exigée dans la note d'information et dans la circulaire des administrateurs relatives à l'offre publique d'achat qui dispose :

*« Les lois sur les valeurs mobilières établies par les autorités législatives au Canada confèrent aux porteurs de titres de l'émetteur visé, en plus des autres droits qu'ils peuvent avoir, le droit de demander la nullité, la révision du prix ou de dommages-intérêts lorsqu'une note d'information, une circulaire ou un avis qui doit leur être transmis contient des informations fausses ou trompeuses.<sup>331</sup> »*

La notion d'information fautive ou trompeuse ici doit être vue dans un sens large. Dans la mesure où l'information est l'élément sur lequel les porteurs de titres doivent se fonder pour prendre une décision, la présence d'inexactitude ou l'omission d'un fait important constitue une atteinte et ouvre droit au recours<sup>332</sup>. A ce propos, la formule de l'attestation de l'information requise dans le cadre d'une offre publique d'achat assimile une omission d'un fait important à une inexactitude.

*« Le présent document ne contient pas d'information fautive ou trompeuse concernant un fait important ni n'omet de fait important devant être déclaré ou nécessaire à une déclaration non trompeuse compte tenu des circonstances dans lesquelles elle a été faite ».<sup>333</sup>*

---

<sup>330</sup> Voir Art. 215, art. 222, art. 223, art. 225, LVM.

<sup>331</sup> 62-104A3; 62-104A4, c.V-1.1, r.35.

<sup>332</sup> Kathleen Doyle ROCKWELL et Christie FORD, *Canadian Securities Regulation*, 5e éd., Toronto, LexisNexis, 2014, p. 434, « However statutory civil Liability is broader. It applies to "misrepresentations", which are defined to mean: (a) An untrue statement of material fact or (b) an omission to state a material fact that is required to be stated or that is necessary to make a statement not misleading in the light of the circumstances in which it was made ».

<sup>333</sup> 62-104A3; 62-104A4, c.V-1.1, r.35

L'article 5 de la *Loi sur les valeurs mobilières* définit l'information fautive ou trompeuse comme toute information de nature à induire en erreur sur un fait important, de même que l'omission pure et simple d'un fait important. Par la suite, il précise qu'un fait important est tout fait dont il est raisonnable de s'attendre qu'il ait un effet appréciable sur le cours ou la valeur d'un titre.<sup>334</sup> Dans le même ordre d'idées, dans l'affaire *Dupont c. Brault, Guy, O'Brien*,<sup>335</sup> le juge Grenier écrit un peu comme pour souligner la présomption de l'élément intentionnel qui accompagne la présentation d'informations fausses ou trompeuses : « On donne une information trompeuse lorsqu'on induit une personne en erreur par mensonge, dissimulation ou ruse. Il faut donc agir intentionnellement pour tromper autrui. »

Le recours en responsabilité civile dont disposent les porteurs pour de telles atteintes a la particularité qu'il vise à simplifier les conditions de sa mise en œuvre et allège le fardeau de la preuve qui, en l'absence d'une telle option législative, aurait constitué pour les investisseurs victimes un obstacle difficilement surmontable.

### ***i./- Des conditions d'ouverture simplifiées***

Nous avons vu ci-dessus que, pour que le régime de la responsabilité civile soit appliqué, il faut qu'il y ait trois éléments, qui sont : la faute, le préjudice et un lien de causalité entre la faute et le préjudice. Comment ce principe s'applique-t-il dans le cadre particulier des offres publiques d'achat ? En d'autres termes, comment s'apprécient ces éléments dans le régime particulier de responsabilité civile pour transmission d'informations fausses et trompeuses lors des offres publiques d'achat ?

---

<sup>334</sup> Art. 5, LVM.; *Behar c. Golden Pond Resources Inc.*, [1986] R.J.Q. 3064, p. 3071, [1986] J.Q. no 2066 (C.S.).

<sup>335</sup> *Dupont c. Brault, Guy, O'Brien* [1990] R.J.Q. 112 CCA.

### ***iii.* La faute : une transgression d'un devoir ou d'une norme de conduite de source législative ou réglementaire**

La faute peut être définie comme la transgression d'un devoir. La norme étant la présentation d'informations complètes et fiables, la faute consiste en la diffusion d'informations fausses ou trompeuses. Il s'agit en effet de la transgression d'une norme de conduite juridiquement obligatoire qui s'impose à toute personne douée de raison afin de ne pas porter préjudice à autrui d'une manière illégitime.<sup>336</sup> Ces normes de conduite qui s'imposent à la personne raisonnablement prudente et diligente peuvent avoir une source législative ou réglementaire.<sup>337</sup> Parlant de la personne douée de raison, il convient de dire que la norme de personne raisonnablement prudente et diligente constitue le modèle de référence utilisé pour juger objectivement du comportement d'une personne en matière de responsabilité civile.<sup>338</sup>

La *Loi sur les valeurs mobilières* exige dans le cadre des offres publiques d'achat que soient fournies aux porteurs de titres l'information la plus complète et la plus exacte pour qu'ils puissent prendre une décision éclairée. Il est établi qu'en matière d'abus de marché, la présentation d'informations fausses ou trompeuses constitue l'infraction la plus fréquente.<sup>339</sup> L'information est à la base de la formation des prix ou de la valeur des titres. Il est donc attendu de l'initiateur, de ses dirigeants ou administrateurs de même que des dirigeants de la cible ainsi que ses administrateurs ou de tout expert qui a fourni un document d'information à cet effet, qu'il puisse s'assurer que ce document ne contient pas d'information fausse

---

<sup>336</sup> Jean-Louis BAUDOUIN et Patrick DESLAURIERS, *La responsabilité civile*, 5e éd., Cowansville, Éditions Yvon Blais, 2014, pp. 96-99.

<sup>337</sup> *Morin c. Blais*, [1977] R.C.S. 570, 579-580.

<sup>338</sup> Stéphane ROUSSEAU et Raymonde CRÊTE, « L'environnement législatif québécois au regard du projet d'adoption d'un régime statutaire de responsabilité civile dans le contexte du marché secondaire des valeurs mobilières », (1999) 59 *R. du B.* 627, 642.

<sup>339</sup> Dominique SCHMIDT, « Existe-t-il véritablement un préjudice réparable » ? *Quelles stratégies face aux abus de marché ? Réparer, transiger, sanctionner*, Colloque du 27 novembre 2013, CREDA. [http://www.cci-paris idf.fr/sites/default/files/creda/pdf/documents/abus\\_de\\_marche\\_actes.pdf](http://www.cci-paris idf.fr/sites/default/files/creda/pdf/documents/abus_de_marche_actes.pdf) consulté en ligne le 27 septembre 2016.

ou trompeuse et n'omet pas de fait important susceptible d'avoir une incidence sur le cours ou la valeur des titres ou encore qui peut mener un porteur à prendre une décision. La faute ici consiste en la présentation d'une information inexacte ou incomplète.

Malgré le fait que le défendeur puisse évoquer des moyens de défense, notamment pour démontrer qu'il a fait preuve de diligence et de prudence raisonnable dans l'élaboration de l'information ou que le demandeur connaissait au moment de la cession la nature fautive ou trompeuse de l'information reprochée<sup>340</sup>, il demeure qu'il existe une présomption de faute imputable au défendeur<sup>341</sup>.

Cette présomption de faute constitue une garantie pour les investisseurs qui n'ont pas à démontrer que la faute était intentionnelle dans le but de nuire à autrui.<sup>342</sup> En définitive, la divulgation d'informations fausses ou trompeuses ou l'omission des faits importants constitue une faute, c'est-à-dire un manquement à la conduite d'une personne raisonnablement prudente et diligente.<sup>343</sup>

### ***i.i.ii-* Le préjudice de l'actionnaire de la cible dans le cadre d'une offre publique d'achat**

Le préjudice est un élément fondamental de la responsabilité civile. En effet, la réparation n'est pas, en principe, conditionnée par la faute, mais bien par le préjudice, car comme le dit le principe : « Sans dommage, pas de droit à réparation »<sup>344</sup>. C'est dire que « le préjudice est ainsi la seule mesure de la réparation ».<sup>345</sup>

---

<sup>340</sup> Art. 224 LVM

<sup>341</sup> Voir Article 220 LVM; voir aussi dans ce sens *Allaire c. Girard & Associés*, EYB 2005-93646, J.E. 2005-1539 (CA.)

<sup>342</sup> Jean-Louis BAUDOIN et Patrick DESLAURIERS, *La responsabilité civile*, 5e éd., Cowansville, Éditions Yvon Blais, 1998, p. 107-109.

<sup>343</sup> Stéphane ROUSSEAU et Raymonde CRÊTE, « L'environnement législatif québécois au regard du projet d'adoption d'un régime statutaire de responsabilité civile dans le contexte du marché secondaire des valeurs mobilières », (1999) 59 *R. du B.* 627, 642.

<sup>344</sup> François TERRÉ, Philippe SIMLER, Yves LEQUETTE, *Droit Civil, Les obligations*, Précis Dalloz, 2013, n° 700; art 1607 C.c.Q.

<sup>345</sup> Nicolas RONTCHEVSKY, « La réparation limitée du préjudice des investisseurs victimes d'une fautive information en droit français », (2011) *Journal des sociétés* 19.

Contrairement au droit commun de la responsabilité civile, qui exige que la victime puisse démontrer l'existence d'un dommage direct, légitime et certain, le régime de responsabilité civile de la *Loi sur les valeurs mobilières* accorde une présomption de préjudice<sup>346</sup> dès lors qu'un document contenant des informations fausses ou trompeuses a été fourni aux porteurs de titres dans le cadre d'une offre publique d'achat.

La question de la détermination du préjudice subi par les investisseurs victimes d'abus de marché par la divulgation d'informations fausses et trompeuses a fait l'objet d'une étude abondante dans la doctrine et largement discutée en jurisprudence<sup>347</sup>. En effet, compte tenu de la fluctuation des prix des titres et la nature volatile des titres, comment établir le préjudice subi par un investisseur à la suite d'une opération comportant des informations fausses et trompeuses ?

Il est important de rappeler que la présentation d'informations fausses a deux conséquences : soit elle gonfle artificiellement le prix des titres, soit elle les dévalue. Ceci entraîne un comportement immédiat de la part des porteurs qui peuvent décider, selon le cas, de les céder ou de les conserver. Un investisseur étant par nature un acteur rationnel, il est guidé par la recherche du profit. Dans le cadre d'une offre publique d'achat, la pratique démontre que généralement le prix proposé par l'initiateur est supérieur au cours de l'action sur le marché<sup>348</sup>. Ceci peut-il être considéré comme constituant une raison suffisante pour justifier l'absence de préjudice pour l'investisseur qui aura cédé ses titres ? Cela remet au

---

<sup>346</sup> Art. 220, LVM.

<sup>347</sup> Voir *Basic c. Levinson* 485 U.S. 224 (1988); voir également dans ce sens Stéphane ROUSSEAU et Raymonde CRÉTE, « L'environnement législatif québécois au regard du projet d'adoption d'un régime statutaire de responsabilité civile dans le contexte du marché secondaire des valeurs mobilières », (1999), 59 *R. du B.* 627, 659. « La divulgation d'informations erronées cause un préjudice à tout investisseur qui achète des titres qui se transigent sur un marché efficient et dont la valeur est faussée par la divulgation de l'information. »

<sup>348</sup> Alain PIETRANCOSTA, « La protection des investisseurs dans un contexte d'OPA » (2010) *Unif. Law Rev.*, 817, 819-821; Tatiana NENOVA, « Takeover Laws and Financial Development », World Bank Policy Research Working Paper 4029 (October 2006). <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/9003> consulté en ligne le 12 juin 2016.

goût du jour la question de la valeur fondamentale des titres. À titre d'exemple, nous avons vu que, dans la bataille pour la prise de contrôle d'*Airgas inc.* par *Air product petroleum*,<sup>349</sup> bien que l'offre de ce dernier constituait une prime de 38 % par rapport au cours de l'action sur le marché, elle était en deçà de la valeur des titres tel que le prétendaient les dirigeants d'*Airgas inc.* qui, finalement, eurent gain de cause. C'est dire que l'exactitude de l'information permet aux porteurs d'apprécier la valeur réelle du titre et par conséquent de mieux évaluer l'offre, dans la mesure où la prime offerte par l'initiateur ne se réfère généralement qu'au cours du titre sur le marché. En conclusion, le préjudice du porteur qui a cédé ses titres ne peut valablement s'apprécier en se référant à la valeur marchande du titre, mais doit l'être par rapport au prix qu'il aurait valu si l'information exacte avait été révélée.

Cette question est intéressante à plus d'un titre. Tout d'abord, lors d'une offre publique d'achat discutée, il existe un conflit d'intérêts chez les dirigeants de la cible, qui ont un intérêt certain à ce que l'offre soit rejetée. Il pourrait y avoir une forte tendance à présenter l'information de manière à inciter les porteurs à la rejeter. D'autre part, il est de l'intérêt de l'initiateur de convaincre les porteurs qu'ils feraient une bonne affaire en déposant dans l'offre. Son action ira dans ce sens. Il pourra dans certains cas faire preuve d'opportunisme pour parvenir à cette fin.

La *Loi sur les valeurs mobilières* énonce que la personne qui a cédé ses titres en réponse à une offre publique d'achat effectuée sans note d'information, avec une note d'information incomplète ou comportant des informations fausses ou trompeuses peut exercer un recours en dommages-intérêts<sup>350</sup>. Dans le même ordre d'idées, une information fausse ou trompeuse contenue dans les documents d'information établis lors d'une offre publique d'achat par le conseil

---

<sup>349</sup> Affaire *Airgas Inc.* C.A. No 5249-CC & 5256-CC (Del. Ch.) 15 Février 2011

<sup>350</sup> Arts 223, 225, 225 LVM

d'administration, les administrateurs ou les dirigeants de la cible donne ouverture, en faveur de tous les porteurs de titres de la cible au moment de l'offre, à une action en dommages-intérêts contre le ou les signataires du document.<sup>351</sup>

*La Loi sur les valeurs mobilières* fait référence au porteur qui a cédé ses titres dans certains cas, dans d'autres, elle fait état de tous les porteurs de titres de l'émetteur visé. Peut-on y voir également celui qui a conservé ses titres alors que l'occasion était favorable pour maximiser le rendement de son investissement ? Dans ce cadre, deux questions retiendront notre attention. Tout d'abord comment s'évalue le préjudice ? Ensuite, peut-on aussi envisager un préjudice et en conséquence une indemnisation pour celui qui a conservé ses titres sur la base d'une information fausse ou trompeuse ?

La question de la détermination du préjudice ici renvoie à définir son assiette afin de pouvoir calculer le montant de l'indemnisation. Il faut rappeler qu'en matière de responsabilité civile il y a deux modes de réparation : 1) la réparation intégrale du préjudice, 2) l'indemnisation forfaitaire qui est laissée à l'appréciation souveraine du juge<sup>352</sup>.

Quelle peut être la valeur du préjudice subi par l'investisseur en cas de divulgation d'informations fausses ou trompeuses à l'occasion d'une offre publique d'achat ? Peut-on l'évaluer avec certitude afin de déterminer avec exactitude le montant de l'indemnisation ? Sur ce point les positions sont mitigées. Pour certains le montant de l'indemnisation devrait consister à la différence entre le prix de cession du titre et le prix réel du titre qui a été caché par l'information fausse.<sup>353</sup> Cette branche milite pour une réparation intégrale du préjudice. Bien que cette position ait l'attrait

---

<sup>351</sup> Art. 222; art. 225 LVM

<sup>352</sup> Voir les affaires *Sidel, Vivendi, Flamarion, Marinnaud*; Jacques BORÉ, « L'indemnisation pour les chances perdues : une forme d'appréciation quantitative de la causalité d'un fait dommageable », *JCP* 1974. I. 2620 ;

<sup>353</sup> Hubert De VAUPLANE et Odile SIMART, « Délits boursiers : propositions de réforme », (1997) n° 29 *Revue de droit bancaire* ; Charles ARSOUZE et Patrick LEDOUX, « L'indemnisation des victimes d'infractions boursières », (2006) 4 *Bull. Joly Bourse* 399, note 48.

d'une justice et d'un équilibre parfaits des rapports, en théorie, nous craignons qu'elle soit confrontée à un obstacle dans son application en pratique. En effet, les titres sont par nature volatiles et leurs prix fluctuent constamment. De plus, en matière d'offre publique d'achat, le prix offert est généralement supérieur au cours du titre sur le marché. D'autre part, est-il fiable de prendre le cours du titre sur le marché comme référence pour établir la valeur du préjudice ? Cela semble peu probable pour celui qui a cédé ses titres, dans la mesure où le prix de cession serait supérieur au prix sur le marché. Quant à celui qui les a conservés en raison d'une information inexacte l'incitant à rejeter l'offre qualifiée d'inéquitable, et qui donc aura perdu la chance d'empocher la prime offerte par l'initiateur, sur quelle base évaluer avec exactitude son préjudice ?

C'est pourquoi la jurisprudence a assimilé le préjudice subi par l'investisseur à la suite de la divulgation d'informations fausses ou trompeuses à la perte d'une chance. A ce propos, la Cour de cassation française a retenu que le manquement aux obligations d'information, de mise en garde à l'égard d'un porteur, prive ce dernier d'une chance de mieux investir ses capitaux.<sup>354</sup> La perte d'une chance permet donc d'indemniser « la perte certaine du résultat d'un processus au dénouement incertain ». <sup>355</sup> L'évaluation du préjudice ne peut donc être égale à l'avantage qu'aurait procuré l'évènement favorable s'il s'était réalisé. Pour être conforme à l'exigence de certitude du préjudice, cette règle impose de mesurer le préjudice de perte de chance à la chance perdue.<sup>356</sup>

« Ainsi, dans l'affaire *Flammarion*, la Cour d'appel de Paris a retenu qu'en ne révélant pas, concomitamment à l'annonce de mauvais résultats trimestriels, une information relative à un projet d'offre

---

<sup>354</sup>En dernier lieu, Com., 4 févr. 2014, n° 13-10.630.

<sup>355</sup> Jean-Sébastien. BORGHETTI, *RDC* 2008, p. 776 s.

<sup>356</sup> Civ. 1re, 16 juill. 1998, n° 96-15.380, Bull. civ. I, n° 260 : « la réparation d'une perte de chance doit être mesurée à la chance perdue et ne peut être égale à l'avantage qu'aurait procuré cette chance si elle s'était réalisée » ; *L'évaluation du préjudice financier de l'investisseur dans les sociétés cotées*, Commission ad hoc interdisciplinaire du Club des juristes, Rapport du club des juristes, 2014. P. 24.

publique (garantie de cours), l'émetteur avait causé un préjudice constitué par la perte de chance de céder leurs actions à l'initiateur, selon la valeur fixée dans le cadre d'une garantie de cours<sup>357</sup> »

Considéré comme la perte d'une chance, le préjudice subi par le porteur de titres dans une offre publique d'achat dont les documents d'informations contenaient des informations fausses ou trompeuses donne droit à une indemnisation dont le montant est déterminé de manière forfaitaire par les juges du fond.

Au Canada, l'article 225 de la *Loi sur les valeurs mobilières* fixe les modalités de calcul des dommages-intérêts pour la diffusion d'informations fausses ou trompeuses sur le marché secondaire. En distinguant d'une part celui qui a acquis des titres à un prix trop élevé et qui ne les a pas, par la suite, cédés; et d'autre part celui qui a cédé ses titres à un prix inférieur à ce qu'il aurait pu obtenir et qui ne les a pas, par la suite rachetés. Cependant, elle reste silencieuse en ce qui concerne le marché primaire et les offres publiques d'achat. Serait-il possible de rapprocher la situation du porteur qui a cédé ses titres dans le cadre d'une offre publique d'achat à un prix inférieur à celui qui aurait fait autant dans le marché secondaire? En tout état de cause, le dommage est limité au montant de la valeur réelle du titre qui a été dépréciée par l'information fausse<sup>358</sup>. Quid de celui qui a conservé ses titres ?

Nous avons souligné ci-dessus que la *Loi sur les valeurs mobilières* faisait état dans certains cas de celui qui a cédé ses titres et en d'autres elle parle d'un recours en faveur de tous les porteurs de titres de l'émetteur visé.<sup>359</sup> Devons-nous comprendre par-là que celui qui aurait souhaité les céder dans cette opération qu'il

---

<sup>357</sup> Arrêt *Soulier et autres c/ Flammarion* : Paris 25e ch. sect. B, 26 sept. 2003, n° 2001/21885. ; *L'évaluation du préjudice financier de l'investisseur dans les sociétés cotées*, Commission ad hoc interdisciplinaire du Club des juristes, Rapport du club des juristes, 2014. P.28.

<sup>358</sup> David L. JOHNSTON, Kathleen DOYLE ROCKWELL et Christie FORD, *Canadian Securities Regulation*, 5th Toronto, Paris, LexisNexis Canada, 2014, p.456.

<sup>359</sup> Toutes les actions sont ouvertes aux porteurs qui ont cédé leurs titres, alors que seule l'action en dommages-intérêts est ouverte en faveur de tous les porteurs de titres de l'émetteur visé. Art. 225 LVM.

aurait jugée avantageuse, mais qui ne l'a pas fait en se fondant sur les rapports d'évaluations, par exemple, de la direction de la cible, lesquels décourageaient les porteurs à déposer dans l'offre, peut intenter un recours en dommages-intérêts en cas d'informations fausses ou trompeuses contenues dans les documents établis par le conseil d'administration, les administrateurs, les dirigeants de la cible ? Peut-on admettre dans pareille circonstance un préjudice de conservation ?

Traditionnellement, celui qui avait conservé ses titres ne pouvait se prévaloir d'aucun recours en réparation. Ce rejet du principe même du droit à l'indemnisation de l'investisseur qui avait conservé ses titres était basé sur « le risque inhérent au caractère spéculatif des opérations réalisées sur des titres cotés en bourse ».<sup>360</sup> Seuls étaient reconnus les droits des investisseurs qui avaient acquis ou avaient cédé des titres. Plusieurs auteurs vont se pencher sur la question. A l'exemple de Michel JEANTIN, qui s'interroge sur la discrimination qu'opéraient les tribunaux entre les investisseurs qui avaient acquis ou cédé, d'un côté, et ceux qui les avaient conservés, de l'autre :

« Ne peut-on pas estimer que de même que doit être indemnisé celui qui a acquis à un cours artificiellement gonflé, de même doit obtenir réparation celui qui, au vu d'une évolution favorable du cours de bourse, conserve des titres alors qu'il les aurait sans doute cédés si la réalité de la situation sociale lui avait été fournie ?

A cet égard, on pourrait émettre quelques réserves sur le traitement différencié réservé par la Chambre criminelle à l'acquisition et à la conservation des titres ».

« Il reste que si l'on raisonne à partir de l'idée de certitude du préjudice, la distinction opérée en l'espèce par la Cour de cassation retrouve une certaine légitimité : la certitude du préjudice est acquise pour celui qui achète à un cours artificiellement gonflé elle l'est moins pour celui qui

---

<sup>360</sup> Nicolas RONTCHEVSKY, « La réparation limitée du préjudice des investisseurs victimes d'une fausse information en droit français », (2011) *Journal des sociétés* 19.

a conservé ses titres alors qu'il aurait simplement pu les vendre à un cours tout aussi artificiel, mais à l'époque plus favorable ».<sup>361</sup>

Par la suite, la jurisprudence va reconnaître le préjudice et donc le droit à l'indemnisation de l'investisseur qui a conservé ses titres à l'occasion d'une opération effectuée avec des informations fausses ou trompeuses. A cet effet, les premières lueurs peuvent être perçues dans l'arrêt *Sidel*<sup>362</sup> qui évoque pour la première fois l'éventualité d'un droit à indemnisation du préjudice de conservation, mais aussi le caractère direct du préjudice subi par les actionnaires.

Enfin et pour conclure, la Cour de cassation, avec l'arrêt *Gaudriot*<sup>363</sup> rendu par la Chambre commerciale le 9 mars 2010, viendra couronner cette évolution jurisprudentielle en ne distinguant plus selon que les actionnaires avaient été incités « à acquérir ou à conserver les titres de la société » en raison des fausses informations diffusées.

La réglementation des offres publiques d'achat de la *Loi sur les valeurs mobilières* en vigueur au Québec semble admettre que l'action en dommages-intérêts est ouverte également en faveur du porteur qui a conservé ses titres, dans la mesure où son article 225 ne fait pas de distinction entre les porteurs de titres de l'émetteur visé. Il énonce que cette action est ouverte en faveur de tous les porteurs de titres de l'émetteur visé lorsqu'une information fausse ou trompeuse est contenue dans l'un des documents établis lors d'une offre publique d'achat par le conseil d'administration, un administrateur ou un dirigeant de la cible.<sup>364</sup>

Cette reconnaissance implicite du préjudice de conservation du porteur est mise en évidence par le fait qu'il ne lui est pas reconnu d'action en nullité ou en révision

---

<sup>361</sup> Michel JEANTIN, n°3 *Bull. Joly Bourse*, 1993, p. 365.

<sup>362</sup> Paris 9e ch. sect. B, 17 oct. 2008, n° 06/09036 ; *L'évaluation du préjudice financier de l'investisseur dans les sociétés cotées*, Commission ad hoc interdisciplinaire du Club des juristes, Rapport du club des juristes, 2014. P.28

<sup>363</sup> Com. 9 mars 2010, n° 08-21 .547 (n° 924 FS-PB) ; *L'évaluation du préjudice financier de l'investisseur dans les sociétés cotées*, Commission ad hoc interdisciplinaire du Club des juristes, Rapport du club des juristes, 2014. P. 28.

<sup>364</sup> Art. 225, LVM.

de prix. Il est donc entendu qu'on ne peut pas demander l'annulation ou la révision d'une transaction qu'on n'a pas faite. Il n'a pas non plus droit à une action en dommages-intérêts lorsque l'information fautive est contenue dans la note d'information de l'initiateur de l'offre. Ces dernières actions sont uniquement ouvertes aux porteurs qui ont cédé leurs titres.<sup>365</sup> Fort de ce qui précède, nous sommes tentés d'admettre la reconnaissance du préjudice de conservation du porteur de titres de la cible dans une offre publique d'achat lorsque l'inexactitude est contenue dans un document d'information établi par la cible ou par l'un de ses dirigeants ou administrateurs.

De plus, l'article 225.28 donne la méthode de calcul du montant des dommages pour celui qui a acquis des titres à un prix trop élevé dans le marché secondaire et qui n'a pas pu les céder. Cette méthode prend en compte le nombre de titres conservés (non cédés) par l'investisseur pour déterminer la valeur du préjudice subi par ce dernier et fixer le montant des dommages<sup>366</sup>.

### ***i.i.iii-* Une présomption de lien de causalité**

La *Loi sur les valeurs mobilières* dispose que le demandeur à l'action en dommages-intérêts n'a pas à démontrer qu'il a cédé ses titres par ce qu'un document transmis dans le cadre de l'opération d'offre publique d'achat était incomplet, omettait des faits importants ou contenait des informations fausses ou trompeuses.<sup>367</sup> En d'autres termes, il n'a pas à établir qu'il a cédé ses titres en se fiant à l'information fautive ou trompeuse.<sup>368</sup> La loi édicte donc une présomption de lien de causalité. Dès lors que la faute de diffusion d'information fautive ou trompeuse est établie, nul n'est besoin de rechercher l'impact qu'elle a eu sur le

---

<sup>365</sup> Art.222; art 223, LVM.

<sup>366</sup> Art. 225.28, LVM.

<sup>367</sup> Art. 215.1, LVM.

<sup>368</sup> Art. 225.0.2, LVM.

préjudice subi par l'investisseur qui a cédé ses titres. Ce lien de causalité se présume.

Pour comprendre le bien-fondé de la présomption de lien de causalité en matière financière, il est important d'examiner les difficultés que pourraient éprouver les investisseurs lésés à démontrer le lien de causalité tel que l'exige le régime de responsabilité civile de droit commun. D'entrée de jeu, l'investisseur doit prouver que la diffusion de l'information fausse ou trompeuse est la cause efficiente de la perte qu'il a subie. Pour ce faire, il devra démontrer que ces informations fausses ou trompeuses constituent le facteur causal déterminant du préjudice dans la mesure où elles ont eu une influence sur le prix auquel il a vendu son titre.<sup>369</sup> De plus il faut démontrer que l'information fausse ou trompeuse ne constitue pas seulement une possibilité de réalisation du préjudice, mais que son impact est tel qu'il est fortement probable qu'il entraîne la perte.<sup>370</sup>

Compte tenu de la multiplicité des facteurs pouvant influencer sur le cours d'un titre, apporter la preuve que l'information fausse ou trompeuse a été le facteur principal ayant entraîné le préjudice peut s'avérer extrêmement difficile pour l'investisseur<sup>371</sup>. En outre, l'investisseur doit prouver qu'il s'est fondé sur l'information fausse ou trompeuse pour céder ses titres. C'est-à-dire que c'est sur la base de cette information qu'il a pris la décision de les céder et que sans elle il ne les aurait pas cédés.<sup>372</sup> Compte tenu de la complexité liée aux marchés

---

<sup>369</sup> Voir par exemple, *Garnet Retallack & Sons Ltd. c. Hall & Henshaw Ltd.*, [1990] R.R.A. 303 (C.A.). Dans le contexte de la common law, voir Joan C. SMART et Patricia L. OLASKER, « Disclosure Standards in Canada », (1996) 19 *O.S.C.B.* 221, 259.

<sup>370</sup> *Laidley c. Kovalik*, [1994] R.R.A. 429 (C.A.),

<sup>371</sup> *Commission des valeurs mobilières du Québec c. Blaikie*, [1988] R.J.Q. 1461 (C.S.P.); *Commission des valeurs mobilières du Québec c. Szaszkievicz*, [1989] R.J.Q. 458 (C.Q.); *Commission des valeurs mobilières du Québec c. Smith*, J.E. 94-579 (C.Q.). Voir également à ce propos Stéphane ROUSSEAU et Raymonde CRÊTE, « L'environnement législatif québécois au regard du projet d'adoption d'un régime statutaire de responsabilité civile dans le contexte du marché secondaire des valeurs mobilières », (1999) 59 *R. du B.* 627, 657-658.

<sup>372</sup> *Bonhomme c. Bickerdike*, (1899) 17 C.S. 28, 38; *Dupuis c. Pan American Mines Ltd.*, supra, note 44, p. 335-336. (C.S.Q.); *Université Laval c. Carrière*, [1987] R.L. 42 (C.A.); Luc LAROCHELLE, Ralph L. SIMMONDS et François J. PEPIN, « Quebec's New Securities Act – One Year Later », dans

financiers, soumettre l'investisseur à ces conditions rendrait extrêmement difficile, si ce n'est impossible, la preuve du lien de causalité.

Pour pallier ces difficultés, il a été convenu que la diffusion d'information inexactes cause un préjudice à tout investisseur qui transige sur un titre dont la valeur est faussée par la divulgation de cette information.<sup>373</sup> Ceci permet donc de créer une présomption de lien de causalité qui s'applique à tous les investisseurs ayant dans ce contexte transigé.<sup>374</sup>

Telle est, schématiquement présentée, la logique qui sous-tend la présomption du lien de causalité au profit du porteur qui exerce un recours en responsabilité civile en cas de diffusion d'informations fausses ou trompeuses contenues dans les documents établis dans le cadre d'une offre publique d'achat pour demander des dommages-intérêts.

## **2- Les modalités de la mise en œuvre du recours**

Le recours en responsabilité civile du porteur du titre de la cible vise un certain nombre d'acteurs dont les responsabilités seront souvent fonction de leur degré d'implication dans l'établissement ou dans la diffusion de l'information fausse ou trompeuse. En outre, l'objet du recours consiste en un certain nombre d'actions dont les fonctions et les finalités divergent selon le but recherché par le demandeur.

### **a- Les personnes visées par le recours**

---

L. SARNA (dir.), *Corporate Structure, Finance and Operations*, vol. 3, Toronto, Carswell, 1984, p. 175 et 218. Voir aussi, Stéphane ROUSSEAU, « Étude du recours statutaire en responsabilité civile pour le marché secondaire des valeurs mobilières au Québec », (2009) 43 *R.J.T.* 709, 751.

<sup>373</sup>Stéphane ROUSSEAU et Raymonde CRÊTE, « L'environnement législatif québécois au regard du projet d'adoption d'un régime statutaire de responsabilité civile dans le contexte du marché secondaire des valeurs mobilières », (1999) 59 *R. du B.* 627, 658.

<sup>374</sup>Thomas Lee HAZEN, *The Law of Securities Regulation*, 3e éd., St. Paul, West Publishing Co., 1996, p. 812-816; Marc I. STEINBERG, *Understanding Securities Law*, Matthew Bender, 1996, p. 194-197.

Les personnes visées par le recours en responsabilité civile sont celles qui ont participé à l'élaboration et à la diffusion du document contenant l'information fausse ou trompeuse. Il en est de même de toute personne qui était tenue de produire un document exigé par la loi dans ce cadre et qui a manqué à cette obligation. Bien que ces personnes soient de plusieurs ordres ou catégories, nous allons tenter de les classer en deux catégories. Tout d'abord l'initiateur, ses administrateurs et dirigeants ainsi que les administrateurs et dirigeants de la cible. D'autre part les experts qui ont contribué à la production de l'information ainsi que tout professionnel qui a signé les documents ou dont les rapports ont été divulgués avec son consentement. Il s'agira également de voir la nature des obligations qui lient les uns et les autres.

### **1<sup>er</sup> - L'initiateur, ses administrateurs et dirigeants**

Selon la *Loi sur les valeurs mobilières*, en cas de diffusion d'informations fausses ou trompeuses contenues dans la note d'information, le porteur qui a cédé ses titres peut poursuivre en dommages et intérêts l'initiateur, ses dirigeants et administrateurs et toute personne qui est tenue de signer une attestation dans la note d'information.<sup>375</sup> En effet, les administrateurs et les dirigeants de l'initiateur étant les mandataires de ce dernier, quelle est la nature de leur obligation et quel est le degré de leur responsabilité dans la diffusion d'informations fausses ou trompeuses ? Cette responsabilité peut-elle être interprétée selon les règles de responsabilité de droit commun ou alors les administrateurs, dirigeants et l'initiateur peuvent-ils être solidairement responsables et donc tenus à la réparation du préjudice ? La responsabilité de l'initiateur compris comme le mandant exonère-t-elle celle des administrateurs et dirigeants ?

Tout d'abord, quelle est la responsabilité de l'initiateur? Son obligation est de produire une note d'information exempte d'inexactitudes. En diffusant une note

---

<sup>375</sup> Art 223, LVM.

d'information contenant des informations fausses ou trompeuses, il a manqué à son devoir. Cette obligation est une obligation de résultat. Sur ce plan, il ne peut d'ailleurs pas se prévaloir de défense diligente de l'article 224 en alléguant qu'il a agi avec prudence et diligence.<sup>376</sup> Il peut cependant dégager sa responsabilité s'il peut démontrer qu'au moment de la cession le demandeur avait connaissance de la nature fausse ou trompeuse de l'information<sup>377</sup>.

Quant à ses administrateurs et dirigeants, ces derniers sont tenus aux dommages-intérêts. Leur obligation est une obligation de moyens, dans la mesure où ils peuvent s'exonérer en démontrant qu'ils ont agi avec prudence et diligence et n'ont commis aucune faute.<sup>378</sup>

Il est à rappeler qu'il est du devoir des administrateurs et dirigeants de l'initiateur de mener des vérifications diligentes selon les normes de diligence raisonnable pour s'assurer de l'exactitude des informations à diffuser. Ils sont donc tenus par une obligation de vérification. Il convient de souligner que cette application particulière de la norme de la personne raisonnablement prudente et diligente impose une obligation de moyens et non de résultat aux administrateurs et dirigeants.<sup>379</sup> Cependant, faut-il le rappeler, le contrat de mandat n'immunisant pas le mandataire de la responsabilité pour les fautes extracontractuelles commises à l'endroit de tiers<sup>380</sup>, les administrateurs et dirigeants de l'initiateur

---

<sup>376</sup> Art. 224, LVM. qui donne toutefois aux administrateurs, dirigeants, experts et autres signataires de la note d'information la possibilité de démontrer qu'ils ont agi avec prudence et diligence faisant de ce fait peser sur eux une obligation de moyen.

<sup>377</sup> Id.

<sup>378</sup> Art. 224.1. LVM.

<sup>379</sup> Paul-André. CRÉPEAU, *L'intensité de l'obligation juridique*, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 1989, p. 1-2 et 15.

<sup>380</sup> Stéphane ROUSSEAU et Raymonde CRÊTE, « L'environnement législatif québécois au regard du projet d'adoption d'un régime statutaire de responsabilité civile dans le contexte du marché secondaire des valeurs mobilières », (1999) 59 *R. du B.* 627, 653.

pourront donc voir leur responsabilité engagée, qu'ils aient agi ou non dans le cadre de leurs fonctions.<sup>381</sup>

## **2<sup>e</sup> - Les administrateurs et dirigeants de la cible**

L'article 225 de la *Loi sur les valeurs mobilières* dispose que tous les porteurs de titre de la cible peuvent poursuivre en dommages-intérêts le ou les signataires du document contenant l'information fausse ou trompeuse. Ici, la Loi ne fait pas d'amalgame entre la cible et les signataires des documents. Elle se limite à dire que le recours est ouvert à tous les porteurs de titres contre tous les signataires du document. Cela implique que l'administrateur, le dirigeant ou l'expert qui n'a pas pris part à la diffusion de l'information en question ne saurait être tenu par celle-ci.

Quelles sont l'intensité et la nature de l'obligation qui lie les administrateurs et les dirigeants de la cible? Ces derniers sont tenus par une obligation de moyens. Ils sont soumis à un régime de faute présumée et peuvent dégager leur responsabilité en prouvant qu'ils ont agi avec prudence et diligence et qu'ils n'ont commis aucune faute. Ils peuvent également s'exonérer en invoquant la faute de la victime. Toutefois, ils doivent vérifier le contenu des informations divulguées et ne peuvent pas se contenter des simples affirmations<sup>382</sup>. Ces derniers sont soumis à des normes de conduite qui ont été élaborées par la jurisprudence<sup>383</sup> et la *Loi sur les valeurs mobilières*<sup>384</sup> pour définir les normes de prudence et diligence<sup>385</sup>. Cette norme de conduite exige la réalisation de démarches positives pour s'assurer de

---

<sup>381</sup> Voir par exemple *Attilasoy c. Crown Trust Co.*, [1974] C.A. 442; *Cloutier c. Dion*, [1954] B.R. 595.

<sup>382</sup> *WorldCom (In re)*, 2005 U.S. Dist. LEXIS 4193, p. 7.

<sup>383</sup> *Escott c. BarChris Construction Corp.*, 283 F. Supp. 653 (S.D.N.Y. 1968).

<sup>384</sup> *Loi sur les valeurs mobilières*, L.R.O., c. S-5, art. 126-135

<sup>385</sup> Stéphane ROUSSEAU, « Régimes de responsabilité civile : divulgation sur les marchés primaire et secondaire », fascicule 13. P.13/7,

[www.lexisnexis.com/store/images/samples/CA/9780433466239.pdf](http://www.lexisnexis.com/store/images/samples/CA/9780433466239.pdf) consulté en ligne le 19 septembre 2016.

la véracité des informations<sup>386</sup>. Si l'intensité de cette obligation s'apprécie en fonction des parties du document concerné (partie expertisée ou non expertisée) de sorte qu'elle sera plus forte pour la partie non expertisée du document d'information, il faut noter qu'il leur sera plus aisé de dégager leur responsabilité en alléguant la défense de diligence raisonnable lorsque l'information fautive ou trompeuse est contenue dans la partie expertisée du document divulgué dans la mesure où ils n'avaient pas de motifs raisonnables de croire qu'il s'y trouvait de fausses représentations.<sup>387</sup>

### **3<sup>e</sup> - Les experts**

Selon l'article 223 de la Loi sur les valeurs mobilières, l'expert dont un avis contenant une information fautive ou trompeuse a été reproduit dans la note d'information ou un document divulgué dans le cadre d'une OPA est tenu aux dommages-intérêts lorsqu'il a consenti à ce que cet avis ou rapport soit divulgué. Il faut relever que le rapport d'expert est un élément fondamental dans un document d'information relatif à une opération financière. En effet, il garantit la fiabilité de l'information et apporte de la crédibilité à l'opération. Il est reconnu que les investisseurs vont très souvent se fier à la réputation des cabinets comptables qui ont procédé à la vérification pour prendre une décision d'investissement<sup>388</sup>.

Bien que le consentement de l'expert soit nécessaire pour la reproduction de son avis dans la note d'information et par conséquent pour que sa responsabilité soit engagée, il en va autrement dans le cadre d'une offre publique d'achat faite par un initié. En effet, cette dernière requiert un certain nombre d'évaluations

---

<sup>386</sup> Id.

<sup>387</sup> Id.

<sup>388</sup> Raymonde CRÊTE, Jean BEDARD et Stéphane ROUSSEAU « Les vérificateurs comptables et la fiabilité de l'information financière: les messages de l'environnement institutionnel et juridique » (2004) 45, *C. de D.*, 219, 222.

officielles qui doivent être menées par un évaluateur indépendant<sup>389</sup>. Ce dernier est tenu d'émettre un rapport d'évaluation qui doit être transmis avec la note d'information aux porteurs de titres.<sup>390</sup> A certains égards, il est attendu également de l'émetteur visé de produire des rapports d'évaluation des titres de la cible.<sup>391</sup> Puisque les rapports d'évaluations doivent obligatoirement figurer dans les documents transmis à l'autorité de marchés financiers et aux porteurs de titres, les experts les ayant produits sont obligatoirement tenus responsables des informations fausses ou trompeuses que ces rapports peuvent contenir.

Ici encore, il est intéressant de s'interroger sur la nature de l'obligation qui lie ces experts. Les experts étant par nature indépendants et n'étant liés à l'initiateur ou à la cible que par un contrat de service, l'initiateur, l'émetteur visé ou les administrateurs et dirigeants visé peuvent-ils répondre d'inexactitudes contenues dans les rapports produits par ces experts ? Ces derniers sont-ils tenus par une obligation de moyens ou de résultat ?

Premièrement les administrateurs et dirigeants de l'initiateur comme ceux de la cible ne peuvent être tenus que d'une obligation de moyens à l'égard des informations contenues dans ces avis d'experts. Bien qu'ils ne soient pas des experts, les administrateurs et dirigeants de la cible comme ceux de l'initiateur ne peuvent aveuglement se fier aux rapports des experts. Ils doivent tout de même mener des vérifications pour s'assurer que ces informations sont exactes<sup>392</sup> « [...] *directors also may not fend off liability by claiming reliance where " red flags " regarding the reliability of an audited financial statement, or any other expertised*

---

<sup>389</sup> Art. 2.3 *Règlement 61-101 sur les mesures de protection des porteurs minoritaires lors d'opérations particulières* c. V – 1.1, r. 33.

<sup>390</sup> Art. 2.3. *Règlement 61-101 sur les mesures de protection des porteurs minoritaires lors d'opérations particulières* c. V – 1.1, r. 33.

<sup>391</sup> Art.3.3, 4.3 c. V – 1.1, r. 33. *Règlement 61-101 sur les mesures de protection des porteurs minoritaires lors d'opérations particulières*

<sup>392</sup> Stéphane ROUSSEAU, « Régimes de responsabilité civile : divulgation sur les marchés primaire et secondaire », fascicule 13. P.13/7, [www.lexisnexis.com/store/images/samples/CA/9780433466239.pdf](http://www.lexisnexis.com/store/images/samples/CA/9780433466239.pdf) consulté en ligne le 19 septembre 2016.

*statement, emerge* ». <sup>393</sup> Ils peuvent toutefois se dégager de la responsabilité en démontrant qu'ils ont agi avec prudence et diligence et qu'ils ne pouvaient empêcher cette faute, compte tenu de leurs compétences en la matière, et qu'ils n'avaient pas des motifs raisonnables de croire qu'il y avait des inexactitudes dans les documents d'information. <sup>394</sup> Néanmoins, il faut reconnaître qu'à cet égard, les tribunaux considèrent différemment les administrateurs selon qu'ils sont internes à la société ou qu'ils sont externes <sup>395</sup> et estiment que les administrateurs internes ont plus d'informations que les administrateurs externes et donc, que leur capacité à détecter les inexactitudes contenues dans un rapport d'expert est plus grande. <sup>396</sup>

S'agissant des experts, ils sont tenus d'une obligation de moyens, car il est attendu d'eux qu'ils se conduisent selon les normes de la personne raisonnablement prudente et diligente dans le respect des règles qui régissent leur profession. <sup>397</sup> Ils seront donc tenus des informations fausses ou trompeuses contenues dans leurs rapports sauf à démontrer qu'ils ont agi avec prudence et diligence ou encore que le demandeur avait connaissance, au moment de la cession de ses titres, de la nature fausse ou trompeuse de l'information reprochée. <sup>398</sup>

## **b- L'objet du recours : l'action en dommages-intérêts ou indemnisation**

---

<sup>393</sup> *WorldCom (In re)*, 2005 U.S. Dist. LEXIS 4193, p. 12.

<sup>394</sup> Stéphane ROUSSEAU, « Régimes de responsabilité civile : divulgation sur les marchés primaire et secondaire », fascicule 13. P.13/7, [www.lexisnexis.com/store/images/samples/CA/9780433466239.pdf](http://www.lexisnexis.com/store/images/samples/CA/9780433466239.pdf) consulté en ligne le 19 septembre 2016.

<sup>395</sup> Id.; *Laven c. Flanagan*, 695 F. Supp. 800 (D.N.J.1988).

<sup>396</sup> Id.; *Goldstein c. Alodex Corp.*, 409 F. Supp. 1201, 1203 (E.D.Pa.1976). Le juge explique ainsi les raisons de cette option: « The law is that an inside director with intimate knowledge of corporate affairs and of particular transactions is expected to make a more complete investigation and to have more extensive knowledge of the facts supporting the statement than is an outside director, although each must undertake that investigation which a reasonable prudent man in that position would conduct. »

<sup>397</sup> Id., citant *Roberge c. Bolduc*, [1991] 1 R.C.S. 375 ; *Caisse populaire de Charlesbourg c. Michaud*, [1990] R.R.A. 531, 536 (C.A.) ; *Malo c. Michaud*, [1993] R.R.A. 760, 769 et 770 (C.S.).

<sup>398</sup> Art. 224, LVM.

L'action en dommages-intérêts vise la réparation du préjudice subi par le porteur dans le cadre d'une offre publique d'achat entachée par la transmission d'informations fausses ou trompeuses ou encore en l'absence des documents d'informations exigés par la loi.<sup>399</sup> Le but de l'action en dommages-intérêts pourraient se résumer en cette formule ancienne du Doyen René Savatier<sup>400</sup> reprise par la Cour de cassation française en ces termes : « le propre de la responsabilité civile est de rétablir aussi exactement que possible l'équilibre détruit par le dommage et de replacer la victime dans la situation où elle se serait trouvée si l'acte dommageable ne s'était pas produit ». <sup>401</sup> C'est là le principe de la réparation intégrale du préjudice.

La mise en œuvre de l'action en dommages-intérêts de l'investisseur financier ayant subi un préjudice dans une opération effectuée sans note d'information ou avec des documents comportant ses informations fausses ou trompeuses va se heurter à une difficulté majeure, qui est celle de quantifier le préjudice subi. La question centrale ici est de savoir à quoi doit s'attendre un porteur de titre de la cible dans une pareille occasion. Qu'est-ce qu'il peut espérer obtenir de cette action ?

La réponse sera fonction de la capacité des parties à établir de manière claire et précise la valeur de leur préjudice. La *Loi sur les valeurs mobilières* a institué un mode de calcul des dommages-intérêts pour le marché secondaire<sup>402</sup>. Cependant elle est restée silencieuse en ce qui concerne les OPA. Cette méthode pourrait-elle s'appliquer aux OPA? Il faut bien se garder des généralisations, le préjudice réellement et personnellement subi étant la base de la réparation, en dépit de l'unité des abus de marché comme catégorie répressive, la diversité des

---

<sup>399</sup> Art. 215, art. 222, art. 223, art. 225 LVM.

<sup>400</sup> René SAVATIER, *Traité de la responsabilité civile en droit français*, T. 2, 2ème éd., 1951, n° 601.

<sup>401</sup> Civ. 2ème, 1er avr. 1963, Bull. civ. II. n° 309. Pour un exemple récent : Com. 10 janv. 2012, n° 10 26.837,

<sup>402</sup> Art. 225.28 LVM.

manquements autorise-t-elle une réflexion à portée générale relative à leurs conséquences préjudiciables?<sup>403</sup>

Bien que l'appréciation de la valeur du préjudice soit laissée au juge, « Il importe que les plaideurs disposent de principes clairs leur permettant de justifier plus rigoureusement la réalité et le montant de leur préjudice afin qu'en retour, la tâche des juridictions saisies s'en trouve facilitée ».<sup>404</sup> En raison de cette difficulté à déterminer avec exactitude le montant de l'indemnisation, certains auteurs ont estimé que l'institution de ce recours en responsabilité civile dans le domaine financier avait une finalité plus dissuasive que réparatrice.<sup>405</sup> En droit américain et canadien, l'allocation des dommages-intérêts punitifs concourt à la double finalité d'indemniser les victimes et de punir les contrevenants<sup>406</sup>.

## **Chapitre II- Finalités et fonctions des sanctions et recours visant la diffusion d'informations fausses ou trompeuses dans le cadre d'une OPA**

Dans la protection du droit à l'information des actionnaires de la société cible d'une offre publique d'achat, les sanctions et recours sont appelés à jouer un rôle déterminant. Que ce soit pour dissuader les éventuels contrevenants, pour inciter à une culture de conformité, pour punir les acteurs fautifs ou pour indemniser les

---

<sup>403</sup> Pierre CLERMONTÉL, *Le droit de la communication financière*, préf. N. Molfessis, Joly éditions, 2009, n° 675, p. 443.

<sup>404</sup> *L'évaluation du préjudice financier de l'investisseur dans les sociétés cotées*, Commission ad hoc interdisciplinaire du Club des juristes, Rapport du club des juristes, 2014. P. 17.

<sup>405</sup> TORONTO STOCK EXCHANGE, *Toward Improved Disclosure - A Search for Balance in Corporate Disclosure*, Interim Report of the Committee on Corporate Disclosure, Toronto, 1995, parag. 1.22. (Rapport intérimaire du comité Allen; pour le rapport final voir : TORONTO STOCK EXCHANGE, Committee on Corporate Disclosure, *Responsible Corporate Disclosure: A Search for Balance, Final Report*, Toronto, 18 mars 1997; Donald C. LANGEVOORT, « Capping Damages for Open-Market Securities Fraud» (1996) 38 *Ariz. L. Rev.* 639;

<sup>406</sup> Art.269.2, LVM; art. 1621 C.c.Q.

investisseurs victimes de pratiques abusives, déloyales ou frauduleuses, les sanctions et recours sont destinées à remplir plusieurs fonctions et concourent à contrer les comportements opportunistes afin de protéger le droit à l'information des porteurs des titres de la cible.

Notre question est de savoir comment les sanctions contribuent-elles à assurer la protection du droit à l'information des actionnaires de la cible? En d'autres termes, de quelle manière et en quoi les sanctions applicables à la diffusion d'informations fausses ou trompeuses contribuent-elles à assurer aux porteurs de titres de la cible l'accès à une information fiable et complète dans le cadre d'une OPA et à les protéger contre les pertes subies en cas d'atteinte à leur droit à l'information?

Il s'agit de voir dans quelle mesure les sanctions visant la diffusion des informations fausses ou trompeuses sont de nature à dissuader les administrateurs, dirigeants de la cible et de l'initiateur ainsi que tout acteur qui est appelé à participer à la préparation, à l'élaboration et à la diffusion des documents d'information dans le cadre d'une OPA (I). Il sera par la suite question de voir de quelle manière la fonction réparatrice ou corrective de certaines sanctions concourt à protéger le droit à l'information des actionnaires de la cible lors d'une OPA (II). Enfin, dans une dernière section nous verrons le caractère pédagogique ou expressif des sanctions applicables à la diffusion des documents contenant de l'information incomplète, fausse ou trompeuse lors d'une OPA. Elle nous permettra de mettre en relief le rôle d'éclaireur de la sanction, dans la mesure où celle-ci lance des signaux aux dirigeants et administrateurs des sociétés en leur indiquant la conduite à tenir et les procédures à respecter dans le processus de préparation et d'élaboration des documents d'information pour se conformer à la réglementation (III)

La thèse de la dissuasion a reçu l'adhésion de la doctrine majoritaire. La jurisprudence, quant à elle, tout en relevant l'importance de décourager les pratiques abusives et frauduleuses en lien avec l'information, souligne la nécessité

d'inciter les acteurs à se conformer aux règles. Ainsi, dans l'arrêt *Branch*<sup>407</sup>, la Cour suprême du Canada a souligné que les sanctions en droit financier sont destinées à inciter au respect de la réglementation et à décourager les formes préjudiciables de conduite sur les marchés<sup>408</sup>

Les dirigeants et administrateurs de la cible et de l'initiateur ainsi que tous les acteurs appelés à signer les documents d'information dans le cadre d'une offre publique d'achat sont-ils naturellement portés à transmettre des documents exempts d'inexactitudes ou alors est-ce par crainte des sanctions qu'ils peuvent transcender les conflits d'intérêts qui les habitent pour servir aux porteurs de titres l'information exacte et complète leur permettant de prendre une décision éclairée?

### **I- La fonction dissuasive des sanctions et la protection du droit à l'information des actionnaires de la cible lors d'une OPA**

Notons que la question de la finalité et la fonction des sanctions en matière d'abus de marché fait l'objet de débats. Au cœur de celles-ci, deux thèses s'affrontent : la thèse de la dissuasion et la thèse de la conformité<sup>409</sup>. Selon la thèse de la dissuasion, les individus comme les entreprises sont des acteurs économiques rationnels qui recherchent la maximisation des profits. Ils violent les lois lorsque les avantages tirés de cette infraction sont supérieurs aux coûts de la contravention ou la peine qui leur serait infligée au cas où leur acte était découvert. C'est la crainte de la sanction qui les amène à respecter les règles. Plus les sanctions sont sévères, plus la crainte est grande.

---

<sup>407</sup> *British Columbia Securities Commission c. Branch* [1995] 2 RCS 3.

<sup>408</sup> *British Columbia Securities Commission c. Branch* [1995] 2 RCS 3.

<sup>409</sup> Stéphane ROUSSEAU, « Le cumul des sanctions administratives et pénales en droit financier canadien », (2015) 1 *Revue internationale des services financiers* 35.

Selon la thèse de la conformité, les individus n'obéissent pas aux règles par crainte des sanctions. Ils sont naturellement portés à respecter les règles de droit en adhérant à la norme de conformité qui veut que, lorsqu'une règle est légitime et compréhensible, elle est respectée. Il est donc nécessaire que la réglementation inculque cette culture de conformité <sup>410</sup>.

Malgré l'attrait que peut susciter la thèse de la conformité, la thèse de la dissuasion semble avoir reçu l'adhésion de la doctrine majoritaire. Cependant, une question se pose : qu'est-ce qui fonde la crainte de la sanction ? S'agit-il simplement des considérations économiques? Quelle place peut avoir l'influence sociale sur la crainte inspirée par la sanction? La sévérité de la sanction constitue-t-elle un facteur de dissuasion supplémentaire notamment les possibilités de cumul? Nous verrons tour à tour, dans un premier temps la considération économique du modèle du choix rationnel sur la crainte inspirée par les sanctions pour en justifier l'effet dissuasif (A). Dans un second temps, nous étudierons la contribution de l'influence sociale sur la crainte des sanctions et par conséquent sur leur effet dissuasif. Cette sous-section nous permettra de voir que l'environnement social a un impact majeur sur la crainte des sanctions. Une société qui tolère les criminels tend à voir le crime se généraliser. De ce fait, la sanction suscite peu de crainte et les contrevenants ne craignent pas pour leur réputation(B). Enfin le degré de sévérité d'une peine peut constituer un motif de crainte, comme c'est le cas du risque de cumul des sanctions administratives et pénales sur les administrateurs et dirigeants qui contreviennent à leurs obligations d'information dans le cadre d'une offre publique d'achat (C)

## **A- La rationalité économique et la fonction dissuasive des sanctions**

---

<sup>410</sup> Stéphane ROUSSEAU, « Le cumul des sanctions administratives et pénales en droit financier canadien », (2015) 1 *Revue internationale des services financiers* 35.

Les administrateurs, dirigeants et experts qui sont appelés à participer au processus d'élaboration et de diffusion des documents d'information dans le cadre d'une OPA sont des acteurs rationnels qui visent la maximisation des profits. Dans le cadre d'une OPA hostile, il y a des conflits d'intérêts et des risques de recours aux opportunités favorisés par l'asymétrie informationnelle. Les dirigeants détenant l'information privilégiée peuvent tenter de s'en servir pour priver les actionnaires d'une opportunité d'obtenir une grande rentabilité pour leurs actions; Ceci dans le but de conserver les postes et privilèges. L'initiateur, quant à lui, peut tenter de se servir de cette asymétrie informationnelle pour contraindre les porteurs de lui vendre leurs titres, même si l'offre est inéquitable. L'évaluateur externe ou le vérificateur indépendant qui doit veiller à ce que les porteurs reçoivent une information financière exacte, reflétant en tout point l'image fidèle de la société, peut être tenté de privilégier ses rapports avec la société pour présenter une information sélective à dessin. En privilégiant les rapports qu'ils entretiennent entre eux et leurs intérêts économiques, ces acteurs doivent évaluer le risque d'une sanction et la capacité que leurs fautes soient détectées. S'il ressort de cette analyse que les coûts engendrés par la sanction excèdent les avantages retirés de la contravention, ils s'abstiendront de commettre l'infraction. Si c'est l'inverse, ils n'hésiteront pas à la commettre.

Il résulte de ce qui précède que la fonction de la sanction est de dissuader les éventuels contrevenants contre les pratiques déloyales, frauduleuses et abusives en lien avec l'information. Plus exactement la crainte suscitée par le poids économique d'une sanction empêche les acteurs de contrevenir à la réglementation. En effet, la jurisprudence l'a souligné à plusieurs reprises dans l'arrêt *Asbestos*<sup>411</sup> et dans *Cartaway Resources Corp*<sup>412</sup>. La Cour précise que les

---

<sup>411</sup> *Comité pour le traitement égal des actionnaires minoritaires de la société Asbestos Ltée c. Ontario (Commission des valeurs mobilières)*, [2001] 2 R.C.S. 132.

<sup>412</sup> *Cartaway Resources Corp. (Re)*, [2004] 1 RCS 672, 2004 CSC 26 (CanLII)  
<https://www.canlii.org/fr/ca/csc/doc/2004/2004csc26/2004csc26.html?autocompleteStr=Re%20Cartaway&autocompletePos=1>

sanctions administratives ont pour but de dissuader les éventuels contrevenants et de prévenir des actes et éclairer le sens de la dissuasion :

La dissuasion générale n'est ni punitive ni réparatrice. La dissuasion générale vise à décourager les autres d'agir de façon semblable. (...) la Commission — dans le cadre de sa compétence de nature protectrice et préventive — peut prendre en considération la dissuasion générale pour fixer la pénalité qui s'impose.

Les peines dissuasives fonctionnent à deux niveaux. Elles peuvent cibler la société en général, y compris les contrevenants potentiels, dans le but d'illustrer les conséquences négatives d'un comportement fautif. Elles peuvent aussi cibler le contrevenant particulier afin de démontrer que la récidive ne profite pas. Il s'agit, dans le premier cas, de dissuasion générale et, dans le second, de dissuasion spécifique ou individuelle : (...) Dans les deux cas, la dissuasion est prospective et vise à prévenir des comportements futurs.

Il est bien établi que la dissuasion générale constitue l'un des objectifs de la détermination de la peine en droit pénal (...) s'il est impossible d'arriver au même résultat par d'autres modes de sanction et que l'avantage net qu'en retire la société l'emporte sur le préjudice que subit le contrevenant, il convient d'infliger une peine dissuasive, qui soit conçue de telle manière qu'elle dissuade les autres de commettre la même infraction. Bentham présume que les citoyens sont des acteurs rationnels qui régleront leur conduite selon la rigueur des peines dissuasives

En l'espèce, on nous demande s'il est raisonnable de conclure que la dissuasion générale a un rôle à jouer dans la réglementation des marchés de capitaux. Selon l'opinion courante, les participants aux marchés de capitaux demeurent des acteurs rationnels. Cette théorie vaut probablement davantage pour les systèmes de marchés que pour les comportements sociaux. Il est donc raisonnable de présumer, surtout du fait de l'expertise de la Commission dans la réglementation des marchés de capitaux, que la dissuasion générale conserve un rôle légitime dans la décision de prononcer ou non des ordonnances dans l'intérêt public et, le cas échéant, quant à la sévérité de ces ordonnances.

Les sanctions administratives pécuniaires, tout comme l'amende pénale, constituent des coûts qui peuvent contribuer à dissuader des contrevenants potentiels, en l'espèce, les dirigeants et les experts, de céder au conflit d'intérêts dans lequel ils se trouvent. Jointes à ces sanctions, les sanctions civiles et les dommages-intérêts constituent des facteurs additionnels de dissuasion qui visent à inciter les acteurs à se conformer aux exigences d'information dans le cadre d'une offre publique d'achat.

Notons également qu'il y a un risque de dommages-intérêts punitifs en cas de diffusion d'une information incomplète, fautive ou trompeuse dans le cadre d'une offre publique d'achat. En effet, l'article 1621 du *Code civil du Québec* dit expressément :

« Lorsque la loi prévoit l'attribution de dommages-intérêts punitifs, ceux-ci ne peuvent excéder, en valeur, ce qui est suffisant pour assurer leur fonction préventive.

Ils s'apprécient en tenant compte de toutes les circonstances appropriées, notamment de la gravité de la faute du débiteur, de sa situation patrimoniale ou de l'étendue de la réparation à laquelle il est déjà tenu envers le créancier, ainsi que, le cas échéant, du fait que la prise en charge du paiement réparateur est, en tout ou en partie, assumée par un tiers. »

C'est dire que l'attribution des dommages-intérêts ne se présume pas et ne saurait être une simple décision du tribunal, car ils doivent être prévus par un texte de loi.

Dans ce sens, la *Loi sur les valeurs mobilières* prévoit à son article 269.2 :

« Lorsqu'elle estime que l'intérêt public le justifie, l'Autorité peut demander au tribunal de déclarer qu'une personne a fait défaut de respecter une obligation prévue par la présente loi ou un règlement, et de condamner cette personne à payer des dommages-intérêts à raison du préjudice ainsi causé à autrui.

Le tribunal peut également attribuer des dommages-intérêts punitifs, ou ordonner à cette personne de rembourser le profit réalisé en conséquence du défaut. »<sup>413</sup>

Cette option législative milite clairement en faveur de la thèse de la fonction dissuasive de la sanction. L'attribution des dommages-intérêts punitifs justifie l'intention de lancer un signal vers tous les intervenants pour leur faire comprendre que la diffusion d'informations fausses ou trompeuses dans une opération d'offre publique d'achat ne saurait être tolérée.

En définitive, selon le modèle de choix rationnel, les dirigeants, administrateurs et les entreprises étant les acteurs rationnels, seule la crainte du poids économique des sanctions constitue le facteur déterminant de leur conformité à leurs obligations de divulgation. Par la crainte qu'elles inspirent et la dissuasion qui en résulte, les sanctions contribuent ainsi à protéger le droit à l'information des actionnaires de la cible lors d'une OPA hostile.

Cependant, la sanction ne vaudra que pour autant que l'environnement social désapprouve les comportements frauduleux et dédaigne la délinquance. La sanction a-t-elle toujours la même force dans une société où la violation de la loi est généralisée? Les acteurs ont-ils dans un tel environnement la même crainte pour les sanctions? Quelle est donc la place de l'influence sociale sur la fonction dissuasive des sanctions et par conséquent, sur la conformité à la réglementation?

### **B- Le rôle de l'influence sociale sur la fonction dissuasive des sanctions**

Selon la théorie de l'influence sociale de Dan Kahan<sup>414</sup>, l'influence sociale joue un rôle dans l'effet dissuasif des sanctions. Au-delà d'une approche purement économique, la crainte des sanctions peut également être attribuée à l'influence que la société exerce sur les acteurs. En effet, la réputation d'un dirigeant ayant

---

<sup>413</sup> Art 269.2, LVM.

<sup>414</sup> Dan M. KAHAN, «Social influence, social meaning and deterrence», (1997) 83 2 *Virginia Law Review* 349

fait l'objet d'une sanction peut s'en trouver atteinte. Cette crainte pour leur réputation peut conduire ceux-ci à se conformer à la réglementation. Cependant, le degré de la crainte d'une sanction sera lui-même dépendant de la signification sociale du crime et de la perception de celui-ci par les membres de cette communauté.

Dans une société où la violation de la loi est répandue, les acteurs ont moins peur de la sanction. En revanche, dans une société où l'individu condamné est mal perçu par les autres membres de la communauté, la sanction sera davantage dissuasive, dans la mesure où les potentiels contrevenants ont peur de la sanction qui affectera leur réputation. Ainsi, la réprobation sociale qui résulte d'une sanction peut porter atteinte au statut et au prestige des dirigeants et mettre en péril les perspectives de promotion, d'emploi et de revenus futurs de ceux-ci<sup>415</sup>. Pour ces raisons, les dirigeants veilleront à divulguer des informations fiables et complètes pour se conformer à leurs obligations et de ce fait protéger leur réputation et leur prestige. Pour Dan Kahan, « Most people refrain from engaging in crime not because they fear formal penalties but because they fear damage to their reputation and loss of status »<sup>416</sup>. Ceci vaut pour autant que la société dans laquelle ils évoluent est hostile aux pratiques frauduleuses.

C'est dire que la société exerce une influence sur les croyances, les intentions, les décisions et le comportement des dirigeants. Lorsque dans une société donnée le recours aux pratiques frauduleuses est répandu le crime a tendance à se généraliser et, puisque presque tout le monde en fait autant, la crainte des

---

<sup>415</sup> Raymande CRÊTE et Stéphane ROUSSEAU, *Droit des sociétés par actions*, 3e éd. Les éditions Thémis, 2011 p.650., Voir aussi James D. COX, « Private litigation and the deterrence of corporate misconduct » (1997) 60 *Law Cont. Probs.* 1, 35.

<sup>416</sup>Dan M. KAHAN, «Social influence, social meaning and deterrence», (1997) 83 2 *Virginia Law Review* 349, 395; voir aussi John BRAITHWAITE, *Crime, Shame, and Reintegration*, Cambridge University Press. 1989, pp 69-70 «Likewise, the perception that one's peers will or will not disapprove exerts a much stronger influence than does the threat of a formal sanction on whether a person decides to engage in a range of common offenses» En ligne le 12 mai 2017 à <http://johnbraithwaite.com/wp-content/uploads/2016/06/Crime-Shame-and-Reintegration.pdf>

dirigeants pour leur réputation est moindre. Ils peuvent même arriver à penser que ce comportement est une preuve de grande compétence et qualité. Il en résulte que les individus ne commettent pas le crime de par leur seule volonté. Leur décision dépend de plusieurs facteurs sociaux et environnementaux. Lorsqu'ils aperçoivent autour d'eux des individus se livrer librement aux activités criminelles, ils présument que les risques associés à ces activités sont minimes et que les bénéfices sont élevés.<sup>417</sup> Dans ce sens David Schneider dit « Social influence is the obvious but important fact that much of our behaviour is affected by what others say and do. »<sup>418</sup> Dans le même sens Robert Cialdini définit le principe de la preuve sociale qu'il présente comme la tendance qu'ont les individus de considérer un comportement comme juste dans une situation donnée en fonction de son degré de conformité avec ce que font les autres<sup>419</sup>. Pour Édward Glaeser, Bruce Sacerdote et José Scheinkman, « the individuals' decision to commit crimes are responsive to the decisions of other individuals and not just to the price of the crime »<sup>420</sup>

Dans un tel contexte, la sanction contribue à donner un sens à ce qui doit être considéré comme normal et conforme à la volonté de la communauté. La sanction contribue à donner la signification sociale des comportements à éviter et participe ainsi à une finalité pédagogique tel que nous le verrons ci-dessous.

Pour conclure, il est à noter que la crainte des sanctions conduit les dirigeants à se conformer à leurs obligations de divulgation afin de protéger leur réputation, leur prestige et les perspectives de carrière. Cette fonction dissuasive de la

---

<sup>417</sup> Dan M. KAHAN, Social influence, social meaning and deterrence, (1997) 83 2 *Virginia Law Review*, 349-395

<sup>418</sup> David Joe SCHNEIDER, *Introduction to Social Psychology*, 2nd edition, Harcourt College Pub, 1988, p.306.

<sup>419</sup> Robert B. CIALDINI, Raymond R. RENO & Carl A. KALLGREN, « A Focus Theory of Normative Conduct: Recycling the Concept of Norms to Reduce Littering in Public Places », (1990) 58 *J. Personality & Soc. Psychol.* 1015.

<sup>420</sup> Edward GLEASER, Bruce SACERDOTE et José SCHEINKMAN, « Crimes and the social interactions », (1996) 111 *Q.J. Econ.* 507, 542.

sanction dépend de l'influence sociale et de la signification sociale de la sanction, c'est-à-dire de la façon dont les membres de la communauté conçoivent l'individu sanctionné. Dans une société où l'activité criminelle est généralisée, banalisée et devenue presque la règle, la réputation ne veut rien dire et les acteurs ne craignent pas de commettre des crimes et d'être sanctionnés.

À l'inverse dans une société qui est attachée aux valeurs d'honnêteté et d'intégrité, les dirigeants auront tendance à craindre davantage pour leur réputation et l'effet dissuasif des sanctions sera plus grand. Il est à noter dans ce sens qu'une étude américaine montre que en cas de révélation publique d'allégation de fraude dans une entreprise, celle-ci perd en moyenne 38% de sa valeur sur le marché.<sup>421</sup> Ainsi, la prise en compte par les membres de la direction des effets négatifs potentiels de nature économique, social et psychologique qui découlent d'une poursuite ou d'une sanction contribue à les dissuader de contrevenir à la réglementation<sup>422</sup>

### **C – La sévérité des sanctions en droit financier comme facteur de dissuasion**

En cas de diffusion d'informations fausses ou trompeuses dans le cadre d'une OPA trois procédures et par conséquent trois types de sanctions sont applicables. Ce sont les sanctions administratives, pénales et civiles. Si toutes les sanctions visent à protéger le public investisseur et le bon fonctionnement des marchés financiers, elles se particularisent par le type d'objectif d'intérêt public que chacune protège. Les sanctions administratives visent à protéger l'ordre public dans le secteur des valeurs mobilières et de préserver la confiance du public investisseur dans le système. Elles sont de nature réglementaire et cherchent à maintenir la discipline dans les marchés financiers. Les sanctions pénales, quant à elles, visent à protéger

---

<sup>421</sup> Raymonde CRÊTE et Stéphane ROUSSEAU, *Droit des sociétés par actions*, 3<sup>e</sup> éd. Les éditions Thémis, 2011 p.647.

<sup>422</sup> *id*

l'ordre public en général et la société contre des comportements répréhensibles tels que la malhonnêteté, la fraude ou l'immoralité.<sup>423</sup> Les sanctions civiles quant à elles visent surtout à protéger l'intérêt des particuliers. Elles cherchent à protéger les porteurs des titres de la cible contre les pertes enregistrées dans une opération au cours de laquelle des informations fausses ou trompeuses leur ont été servies.

La lourdeur des sanctions ici se caractérise par le fait que, pour les mêmes faits plusieurs sanctions pourront être imposées, ce qui a un caractère potentiellement oppressif et dissuasif. La particularité est que le recours pénal ne justifie pas l'arrêt des procédures civiles ou disciplinaires<sup>424</sup>, ce qui peut conduire à un cumul de sanctions qui peuvent être identiques, notamment une sanction administrative pécuniaire et une amende pénale parfois accompagnée d'une peine d'emprisonnement. L'alourdissement constant des peines depuis l'adoption de la *Loi sur les valeurs mobilières* au Québec en 1982 met en exergue l'influence de la thèse de la dissuasion. Cette option législative se conforme à la théorie de Jeremy Bentham, selon laquelle tous les citoyens sont des acteurs rationnels qui règlent leur conduite selon la rigueur des peines dissuasives<sup>425</sup>. Cette pensée a influencé tout un pan de la doctrine<sup>426</sup> influençant les législateurs et réaffirmée par la jurisprudence<sup>427</sup>. Ainsi par exemple, il est admis que certaines sanctions administratives peuvent de par leur sévérité « avoir un caractère dissuasif afin d'envoyer un message clair aux intervenants que certaines conduites ne sont pas

---

<sup>423</sup> Stéphane ROUSSEAU, « Le cumul des sanctions administratives et pénales en droit financier canadien », (2015) 1 *Revue internationale des services financiers* 35, 39.

<sup>424</sup> *Organisme Canadien de Règlementation du commerce des Valeurs mobilières (OCRCVM) c. Beaudoin*, 2011 QCCA, 2247

<sup>425</sup> Jeremy BENTHAM, *An introduction to the principles of morals and legislation*, 1789 consulté en ligne le 12 mai 2017 <https://socserv2.socsci.mcmaster.ca/econ/ugcm/3ll3/bentham/morals.pdf>

<sup>426</sup> Voir Gary S. BEEKER, « Crime and punishment: an economic approach » (1968) 76 *J. Pol. Econ.* 169.; Richard POSNER, « An economic theory of criminal law » (1985) 85, *Colum. L. Rev.* 1193; Steven SHAVEL, « Criminal Law and the optimal use of non-monetary sanctions as a deterrent » (1985) *Colum. L. Rev.* 1232.

<sup>427</sup> Voir *Cartaway Resources Corp. (Re)* (2004) 1 R.C.S. 672.

tolérées »<sup>428</sup>. Aussi sévères soient-elles, ces sanctions administratives peuvent être cumulées à une sanction pénale pour les mêmes faits. Cela n'est pas resté sans soulever des critiques en raison du caractère potentiellement oppressif d'un tel cumul<sup>429</sup>, dans la mesure où, « puisque la sanction pénale tiendra compte de l'objectif de dissuasion..., la (sanction administrative pécuniaire) qui serait imposée par la suite ne joue plus sa fonction essentielle ».<sup>430</sup>

Bien que la validité constitutionnelle d'un tel cumul ne fasse l'ombre d'aucun doute<sup>431</sup>, il y a lieu de s'interroger sur le double effet dissuasif qui découle du cumul des sanctions. Malgré les efforts de réformes dans la législation canadienne et québécoise, qui interdisent désormais le cumul des sanctions, notamment en matière d'environnement,<sup>432</sup> en droit financier, le principe du cumul des sanctions administratives et pénales reste la règle. Toutefois, pour le professeur Rousseau, pour éviter le « double effet dissuasif », et donc le double péril, s'il faut admettre que l'interdiction du cumul devrait être privilégiée en matière financière, il estime néanmoins qu'il serait possible :

« (d)envisager des situations où la gravité des actes en cause est telle qu'il soit nécessaire d'imposer une sanction pénale en outre d'une sanction administrative pécuniaire imposée. Le calibrage de la sanction

---

<sup>428</sup> *Autorité des marchés financiers c. David Mizrahi*, dossier 2008-004, décision 2008-004-006 (12 mai 2008), p. 12.

<sup>429</sup> Patrick MICHEL, « Droit pénal et sanctions administratives pécuniaires : quelques considérations pour prévenir la confusion des genres et faciliter la cohabitation » in *Conférence des juristes de l'État, XXe - conférence, Redéfinir la gouvernance publique*, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 529, 559.

<sup>430</sup> Id pp 529, 559; voir Stéphane ROUSSEAU, « Le cumul des sanctions administratives et pénales en droit financier canadien », (2015) 1 *Revue internationale des services financiers* 35, 39

<sup>431</sup> « Les ordonnances du tribunal administratif des marchés financiers sont de nature réglementaire, elles ne sont ni réparatrices ni punitives. Elles visent à maintenir la discipline dans un secteur d'activité (en l'espèce, l'industrie des valeurs mobilières). De ce fait, elles ne jouissent pas de la protection contre le double péril résultant du cumul des sanctions qu'offre l'article 11 de la *Charte canadienne des droits et des libertés* en application de la règle *non bis in idem*. » Voir dans ce sens Stéphane ROUSSEAU, « Le cumul des sanctions administratives et pénales en droit financier canadien », (2015) 1 *Revue internationale des services financiers*, 35.

<sup>432</sup> *Loi sur les pénalités administratives en matière d'environnement*, L.C. 2009, ch. 14, art. 13; *Loi sur la qualité de l'environnement*, L.R.Q., c. Q-2., art. 115.14.

pénale relèvera du tribunal appliquant les principes de dissuasion et de dénonciation propre au droit pénal »<sup>433</sup>

Cette approche nous paraît fort appropriée, car, s'il est vrai que le but de la sanction est de dissuader les éventuels contrevenants, le double effet dissuasif pourrait être anormalement oppressif. Cependant, le système des marchés financiers repose sur la confiance des investisseurs, lesquels se basent sur l'information pour opérer les choix d'investissement. La transmission d'informations fausses ou trompeuses non seulement ruine la confiance des investisseurs, mais également a pour effet de détruire le système. Il est normal que, selon la gravité de l'infraction d'abus de marché, en plus d'une pénalité administrative imposée, une sanction pénale soit appliquée. La sévérité dans ce sens constitue le moyen par excellence de protéger le marché et les investisseurs.

En définitive, l'effet dissuasif des sanctions en droit financier vise à prévenir et à protéger les marchés financiers. Dans une telle approche, l'aspect préventif l'emporte sur le caractère punitif et vise à maintenir la confiance du public investisseur et à assurer le bon fonctionnement des marchés financiers. Néanmoins, cette mission de protection de l'intérêt public et du système ne protège que par ricochet l'intérêt particulier des individus investisseurs. Il est donc utile d'assurer à l'investisseur des recours lui permettant de se protéger contre des pertes subies dans le cadre d'une OPA en cas de violation de son droit à l'information.

## **II- La Fonction réparatrice ou curative des sanctions et recours**

Certaines sanctions applicables à la diffusion d'informations incomplètes, fausses ou trompeuses dans le cadre d'une OPA ont pour but de réparer le préjudice subi par les porteurs de titres de la cible ou de corriger le tort causé à ces derniers.

---

<sup>433</sup> Stéphane ROUSSEAU, « Le cumul des sanctions administratives et pénales en droit financier canadien » (2015) 1 *Revue internationale des services financiers* 35, 40.

Pour ce qui est des sanctions administratives, notamment le blocage, les injonctions, et les ordonnances, l'Autorité peut exiger la modification de certains documents, elle peut ordonner à l'initiateur de restituer les titres reçus ou de se conformer à la réglementation. À la demande de l'Autorité, le tribunal des marchés financiers peut annuler toute les transactions opérées dans ce cadre et même exiger le remboursement des sommes d'argent reçus. Il peut également interdire toute opération sur les titres d'une société qui divulgue une information fausse ou trompeuse sur le marché.<sup>434</sup> L'ordonnance d'interdiction empêchera les personnes visées d'aliéner des titres dans le cadre d'une offre publique d'achat<sup>435</sup>.

Toutefois, les sanctions principalement destinées à réparer les préjudices subis par les investisseurs sont la nullité, la révision du prix et les dommages-intérêts qui sont des recours civils. De manière générale, les recours civils ont pour objectif d'assurer la protection des investisseurs. Plus particulièrement, ils visent à inciter les principaux intervenants du marché à respecter les exigences réglementaires en matière de divulgation<sup>436</sup>. La nullité de la transaction vise à remettre les acteurs dans la situation qui était la leur avant la transaction. En d'autres termes, le porteur qui a cédé ses titres à un prix inférieur à leur valeur rentrera en possession de ses titres. Cependant, cette nullité étant une nullité relative, dans la mesure où elle vise un ordre public de protection et non de direction, l'investisseur peut y renoncer et lui seul a le droit de l'invoquer<sup>437</sup>.

La révision du prix, quant à elle, permet, dans le même ordre d'idées au porteur qui a cédé ses titres à un prix inférieur à leur valeur d'obtenir la juste contrepartie

---

<sup>434</sup> *Autorité des marchés financiers c. Corporation Services Media Gopher*, (2006) 3 BAMF No 1,2 (BDRVM)

<sup>435</sup> Stéphane ROUSSEAU et Raymonde CRÊTE, « L'environnement législatif québécois au regard du projet d'adoption d'un régime statutaire de responsabilité civile dans le contexte du marché secondaire des valeurs mobilières », (1999) 59 *R. du B.* 627, 664.

<sup>436</sup> Stéphane ROUSSEAU, « Régimes de responsabilité civile : divulgation sur les marchés primaire et secondaire ». Page 13/5 [www.lexisnexis.com/store/images/samples/CA/9780433466239.pdf](http://www.lexisnexis.com/store/images/samples/CA/9780433466239.pdf) consulté en ligne le 19 septembre 2016.

<sup>437</sup> Voir dans ce sens l'arrêt *Savard c. 2329-1297 Québec inc. (Hôtel Lord Berri inc.)* 2005 QCCA 705, par. 56, [2005] J.Q. no 10240.

de la valeur de ses titres. Ces sanctions visent à rétablir l'équilibre rompu par une transaction viciée par la diffusion d'une information incomplète, fautive ou trompeuse. En plus d'engager ces deux procédures, le porteur peut poursuivre en dommages-intérêts les personnes ayant participé ou contribué à la diffusion de l'information fautive ou trompeuse en se servant du recours en responsabilité civile prévu à cet effet.

Traditionnellement l'objectif premier du recours en responsabilité civile est de réparer le préjudice subi par la victime en raison d'une faute commise par une personne en matière extracontractuelle<sup>438</sup>.

L'indemnisation des investisseurs victimes est facilitée dans le cadre du régime de responsabilité civile applicable à la diffusion d'informations fautes ou trompeuses à l'occasion d'une offre publique d'achat, en ce qu'il simplifie la procédure par la présomption du lien de causalité et du préjudice subi par les porteurs.

L'évaluation des dommages soulève cependant plusieurs questions assez complexes. Quoiqu'on l'ait souvent assimilé à la perte d'une chance, les tribunaux utilisent néanmoins plusieurs méthodes pour déterminer le montant de l'indemnisation. À cet effet, lorsque sur la base d'informations inexacts ayant entraînés une surévaluation ou une sous-évaluation de leurs titres, les porteurs ont subi des pertes soit en cédant moins cher, soit en acquérant trop cher, les tribunaux retiendront par exemple, que le préjudice pourrait correspondre à la différence entre le prix de cession ou d'acquisition des titres et la juste valeur de ces titres au moment de la cession en tenant compte de l'information exacte<sup>439</sup>.

---

<sup>438</sup> Jean-Louis BAUDOIN et Patrick DESLAURIERS, *La responsabilité civile*, 6e édition, Cowansville, Editions Yvon Blais, 2003, p. 6, 7, paragraphe 11; E. MACKAAY, - « La responsabilité civile extracontractuelle - une analyse économique », dans P.C. LAFOND (dir.), *Mélanges Claude Masse: En quête de justice et d'équité*, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 2003, 321.

<sup>439</sup> Voir à ce propos Stéphane ROUSSEAU et Raymonde CRÉTE, « L'environnement législatif québécois au regard du projet d'adoption d'un régime statutaire de responsabilité civile dans le contexte du marché secondaire des valeurs mobilières », (1999) 59 *R. du B.* 627, p. 651

Néanmoins, certains auteurs pensent que l'on devrait prendre avec réserve cette fonction réparatrice du recours en responsabilité civile dans les marchés financiers, dans la mesure où il pourrait donner lieu à la multiplication des procédures vexatoires<sup>440</sup>. La nature même des valeurs mobilières commande une certaine prudence, dans la mesure où les prix des titres fluctuent constamment. Ces auteurs pensent que l'objectif premier du recours en responsabilité civile dans le domaine des marchés financiers devrait être la dissuasion<sup>441</sup>. Cette vision nous paraît fort à propos dans la mesure où l'institution d'un tel recours en responsabilité civile au profit des porteurs de titres de la cible a pour mission première de permettre aux porteurs des titres de la cible de prendre une procédure contre les administrateurs et dirigeants. Cela peut inciter ces derniers à transcender la situation de conflit d'intérêts qui les affecte et à transmettre de l'information fiable et représentative aux actionnaires afin de les aider à prendre une décision éclairée.

En somme, quoique certaines sanctions aient une fonction réparatrice, et correctrice, elles exercent une fonction préventive en ce qu'elles envoient des signaux vers des acteurs pour les inciter à se conformer à la réglementation. De ce fait, elles contribuent à préserver l'intégrité des marchés financiers et la confiance des investisseurs. De par les signaux qu'elles émettent, elles remplissent également une fonction pédagogique.

---

<sup>440</sup>Id,; TORONTO STOCK EXCHANGE, *Toward Improved Disclosure - A Search for Balance in Corporate Disclosure*, Interim Report of the Committee on Corporate Disclosure, Toronto, 1995, Rapport final voir: TORONTO STOCK EXCHANGE, *Committee on Corporate Disclosure, Responsible Corporate Disclosure: A Search for Balance*, Final Report, Toronto, 18 mars 1997, p. 41, 59-61

<sup>441</sup>TORONTO STOCK EXCHANGE, *Toward Improved Disclosure - A Search for Balance in Corporate Disclosure*, Interim Report of the Committee on Corporate Disclosure, Toronto, 1995, Rapport final voir: TORONTO STOCK EXCHANGE, *Committee on Corporate Disclosure, Responsible Corporate Disclosure: A Search for Balance*, Final Report, Toronto, 18 mars 1997, p. 41, 59-61

### **III- La finalité pédagogique des sanctions et recours visant les atteintes au droit à l'information des actionnaires de la cible lors d'une OPA**

Les sanctions peuvent, en plus de leurs fonctions réparatrices et dissuasives, contribuer au renforcement des normes sociales en mettant en lumière ou mieux, en révélant le contenu et en précisant le sens et les orientations des normes de conduite applicables aux personnes réglementées<sup>442</sup>. Tout comme les lois, les décisions judiciaires et administratives exercent une fonction pédagogique en transmettant des messages qui peuvent inciter les acteurs intéressés à se conformer à ces standards<sup>443</sup>. Les recours ouverts aux investisseurs lésés constituent un message qui rappelle un certain attachement aux valeurs de transparence et d'intégrité. Ils visent ainsi à inciter les intervenants du marché financier à s'y conformer. De ce fait, le recours contribue également à redonner confiance au public investisseur.

Les sanctions comme les décisions judiciaires font l'objet des commentaires. Ceux-ci mettent en évidence les mesures préventives que les dirigeants des sociétés peuvent mettre sur pied en vue d'assurer le respect des obligations légales et éviter des contestations ultérieures<sup>444</sup>. De ce fait, grâce aux sanctions, les recours judiciaires constituent un instrument externe de gouvernance. Dans la mesure où le contrôle que les tribunaux exercent sur la direction de l'entreprise vise à protéger les intérêts des investisseurs<sup>445</sup> et incite les dirigeants à se conformer à leurs devoirs envers la société et les parties prenantes. Les commentaires qui accompagnent les sanctions et les décisions mettent en lumière des normes de conduite que les dirigeants doivent adopter pour se conformer à la réglementation.

---

<sup>442</sup> Raymonde CRÊTE et Patrick MCSWEENEY, « Les vérificateurs après la tempête financière : un regard particulier sur un nouveau régime de responsabilité civile destiné aux investisseurs du marché secondaire des valeurs mobilières » (2005) 35 *R.G.D.* 207, 239.

<sup>443</sup> Melvin A. EISENBERG, « Corporate Law and Social Norms », (1999) 99 *Colum. L. Rev.* 1253;

<sup>444</sup> Raymonde CRÊTE et Stéphane ROUSSEAU, *Droit des sociétés par actions*, 3<sup>e</sup> éd. Montréal, Éditions Thémis, 2011, p.653.

<sup>445</sup> *Id.* p.651.

C'est ainsi que nous pouvons voir que la majorité des normes de conduite des administrateurs lors des offres publiques d'achat et les standards de révision judiciaires qui leur sont appliqués sont des créations jurisprudentielles qui viennent mettre en lumière les exigences et les comportements attendus des administrateurs et des dirigeants pour évaluer leur conformité ou non-conformité à leurs devoirs.

En définitive, par leur fonction pédagogique, les sanctions et recours contribuent à donner aux dirigeants des signaux et des messages qui les guident dans leur mission. Ils leur servent de cadre de référence pour leur conduite. Grâce aux commentaires qui les accompagnent, les décisions judiciaires viennent éclairer certains textes de loi et permettent aux dirigeants de mieux appréhender le sens de certaines normes. Il en résulte qu'ils peuvent par la suite adopter un mode de gouvernance qui prend en compte les exigences formulées dans les décisions pour se conformer à la réglementation; ce qui leur évite des contestations futures et vise à fournir aux actionnaires des informations fiables et complètes tel que l'exige la réglementation et le cas échéant dégage leur responsabilité advenant une contestation.

En conclusion, les sanctions et les recours visant à protéger le droit à l'information des actionnaires lors d'une offre publique d'achat exercent une fonction dissuasive, réparatrice ou correctrice et pédagogique. Dans ces trois cas, ils mettent l'accent sur la prévention, car le principal objectif est de protéger la confiance du public investisseur et le bon fonctionnement des marchés. Néanmoins, puisqu'il peut arriver que certains acteurs puissent divulguer des informations incomplètes, fausses ou trompeuses, les sanctions et recours prévus s'appliqueront pour corriger la faute et réparer le préjudice du porteur du titre. Cependant, cette sanction, bien que réparatrice, ne manquera pas de lancer un message en direction des potentiels contrevenants en vue de les dissuader. Dans ce sens, le comité Allen formulait le vœu que le recours en responsabilité civile pour la diffusion

d'informations fausses ou trompeuses ait surtout un effet dissuasif et préventif.<sup>446</sup> Et la *Loi sur les valeurs mobilières* du Québec a spécialement prévu des dommages-intérêts punitifs<sup>447</sup> à cet effet. C'est dire que bien que l'action en dommages-intérêts soit principalement une action en réparation du préjudice, la diffusion d'informations fausses ou trompeuses cause un plus grand préjudice que la perte subie par le porteur de titres qui les a cédés. Ainsi, l'institution des dommages-intérêts punitifs rappelle qu'il s'agit d'une faute dont la gravité dépasse le cadre de l'intérêt des particuliers, d'où le caractère punitif, qui, en lui-même, porte un message en direction de tous les intervenants du secteur.

---

<sup>446</sup> TORONTO STOCK EXCHANGE, *Toward Improved Disclosure - A Search for Balance in Corporate Disclosure*, Interim Report of the Committee on Corporate Disclosure, Toronto, 1995, Rapport final voir: TORONTO STOCK EXCHANGE, Committee on Corporate Disclosure, *Responsible Corporate Disclosure: A Search for Balance*, Final Report, Toronto, 18 mars 1997, p. 41, 59-61 (*Rapport Allen*)

<sup>447</sup> Art 269.2, LVM

## **Conclusion**

En conclusion, la protection des actionnaires est au cœur de la réglementation du marché des prises de contrôle. En contexte d'offre publique d'achat hostile où la présence des conflits d'intérêts, les problèmes d'agence et l'asymétrie des rapports entre les parties impliquées sont susceptibles de placer les porteurs de titres de la cible dans une situation de grande vulnérabilité face aux initiateurs et à la direction, le droit des OPA a prévu des mécanismes qui visent à dissuader les comportements opportunistes afin d'assurer aux actionnaires de la cible dont les titres sont sollicités un égal accès à une information complète et fiable pour leur permettre de prendre une décision éclairée.

En définissant un cadre élargi d'informations requises aussi bien de l'initiateur que de la direction de la cible et des obligations de divulgation encore plus étendues dans le cadre d'une offre faite par un initié, la réglementation des OPA vise à garantir aux porteurs de titres l'accès à une information exhaustive et à réduire l'asymétrie d'information entre les parties impliquées. Elle pose également des règles de rédaction pour promouvoir la clarté et la simplicité de l'information divulguée, ce qui en facilite l'accessibilité. D'autre part la promotion de l'indépendance des administrateurs et particulièrement l'encouragement de la création d'un comité spécial composé d'administrateurs indépendants pour statuer sur l'offre, nommer l'évaluateur et superviser ses travaux, préparer les documents d'information et formuler des recommandations au sujet de l'offre a pour effet de régler les situations de conflits d'intérêts et d'assurer la fiabilité de l'information transmise aux porteurs.

De plus, les sanctions applicables aux atteintes au droit à l'information des actionnaires, permettent, en ce qui concerne les sanctions civiles, de rétablir les porteurs de titres dans leurs droits en annulant la transaction, en révisant le prix ou en réparant le préjudice subi en cas de présentation d'informations fausses ou trompeuses. Les sanctions pénales et administratives qui peuvent, être cumulées,

sont, par leur sévérité, de nature à dissuader les potentiels contrevenants. Elles visent à inciter les acteurs à se conformer à leurs obligations de divulgations en transmettant aux porteurs de titres une information fiable et représentative pour les aider à prendre une décision éclairée.

Bien entendu, il est admis que le caractère dissuasif d'une sanction est tributaire de deux facteurs; d'une part, la sévérité de la peine imposée et, d'autre part, la probabilité de détecter les infractions. Or, dans le cas de la divulgation d'informations fausses ou trompeuses, si la sévérité des peines en droit financier ne fait l'ombre d'aucun doute, la question de la probabilité de détection des inexactitudes contenues dans les documents d'information servis aux porteurs est une équation non encore entièrement résolue, l'information exacte et confidentielle étant très souvent détenue par des professionnels et dirigeants parfois tenus par le secret professionnel. Ces derniers peuvent-ils jouer le rôle de lanceurs d'alerte dans l'intérêt du marché et des investisseurs?

## **BIBLIOGRAPHIE**

### **TABLE DE LA LEGISLATION**

#### **Lois**

*Loi constitutionnelle de 1867*, 30 & 31 Vict. R.-U., c.3

*Loi sur les valeurs mobilières*, RLRQ, c. V-1.1

*Loi sur l'Autorité des marchés financiers* RLRQ, c. A-33.2

#### **Règlements**

*Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat*, (2008) 140 G.O. II, c. V-1.1, r. 35.

*Ontario rule on takeovers bids and issuer bids*, OSC Rule 62-504

*Règlement 61-101 sur les mesures de protection des porteurs minoritaires lors d'opérations particulières*, c. V-1.1, r. 34.

*Règlement 58-101 sur l'information concernant les pratiques de gouvernance*, c. V-1.1, r. 33.

### **TABLE DES JUGEMENTS**

#### **Jurisprudence canadienne**

*Autorité des marchés financiers c. Dominion Investments (Nassau), Bureau de Décision et de Révision en valeurs mobilières, Décision 2006-004-12 et 2006-003-12 (8 février 2008)*,

*Autorité des marchés financiers c. Gauthier et Cie, Gestion de placements inc.*, (2007) 4 BAMF N°32 (BDRVM) ;

*Autorité des marchés financiers c. Gestion d'actifs Joël Raby inc.*, 2011 QCBDR 31;

*Autorité des marchés financiers c. Lemay*, (2012) 9 BAMF N° 50.

*Autorité des marchés financiers c. Veillet*, 2014 QCCQ 2358 ;

*BCE Inc. c. Détenteurs de débentures de 1976, 2008 CSC 69.*

*Behar c. golden pound Ressources inc., EYB 1986 – 83239, [1986] R.J.Q. 3064 (CS)*

*Brassard c. Forget, 2010 QCCS 1530*

*British Columbia Securities Commission c. Branch, 1995 2 RCS 3,*

*Brousseau c. Alberta Securities commission, EYB 1989-66915, 1989 1 R.C.S. 301 (CSC),*

*Caisse populaire de Charlesbourg c. Michaud, [1990] R.R.A. 531, 536 (C.A.) ;*

*Geyser Informatics Inc. c. Commission des valeurs mobilières du Québec, EYB 1990-76842, J.E. 90-499 (CS);*

*Goldstein c. Alodex Corp., 409 F. Supp. 1201, 1203 (E.D.Pa.1976).*

*Greenhalgh c. Ardene Cinemas Ltd.*

*Icahn Partners ltd. c. Lions Gate Entertainment Corp. 2010, B.C.S.C. 1547.*

*Investment Oxdom inc. c. Corpoaration d'acquisition Socanav-Caisse inc., EYB 1989-7902, [1989] R.J.Q. 2387 (CS)*

*Kerr c. Danier Leather Inc., [2004] O.J. No. 1916 (Ont. S.C.) ;*

*Lavallée c. Autorité des marchés financiers, 2011 QCBDR 12*

*Laven c. Flanagan, 695 F. Supp. 800 (D.N.J.1988).*

*Magasins à rayons peoples Inc. (syndic de) c. Wise, 2004 A.C.S. No. 64;*

*Malo c. Michaud, [1993] R.R.A. 760, 769 et 770 (C.S.).*

*Morin c. Blais, [1977] R.C.S. 570*

*Northern Financial Corporation c. Jaguar Nickel, Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières, Décision 2006-021-02 (4 avril 2007).*

*Palmer c. Carling O'Keefe Breweries of Canada Ltd., (1989) 67 O.R. (2d) 161*

*Peoples department stores Inc. (trustee of) c. Wise [2003] J.Q. No. 505 (C.A)*

*Pezim c. Colombie Britannique (Superintendent of Brokers), [1994] 2 R.C.S.*

*R. c. Wholesale Travel Group Inc., [1991] 3 R.C.S. 154,*

*R. c. Wigglesworth*, [1987] 2 R.C.S. 541,  
*Re Cartaway Ressources Corp.*, 2004 CSC 26, par. 4  
*Re YBM Magnex International Inc.*, (2003) 26 O.S.C.B. 5285  
*Roberge c. Bolduc*, [1991] 1 R.C.S. 375 ;  
*Rolland inc.*, (1987) 18 B.C.V.M.Q. n° 11.;  
*Rowan v. Ontario securities Commission*, 2012 ONCA 208 (CanLII),  
*Smith c. R.* [1960] R.C.S. 776;  
*United States Steel Corp. C. Canada (Procureur général)* 2011 CAF 176, §§ 48-49  
*WorldCom (In re)*, 2005 U.S. Dist. LEXIS 4193, p. 12.

### ***Jurisprudence étrangère***

*Alliance Gaming Corp. c. Bally Gaming international, Inc.*, 1995 Del. Lexis 101, 9 (Del Ch.)  
*Air products and chemicals Inc. c. Airgas Inc.* 5249-CC and 5256 CC 37 (Del. Ch. 2011).  
*Aronson v. Lewis*, 473 A.2d, 812 (Del. Supr.1984)  
*Blasius Indus. v. Atlas Corp.*, 564 A.2d 651 (Del. Ch. 1988)  
*Ebay Domestic Holdings, Inc. v. Newmark*, 16 A.3d 1 (Del. Ch. 2010)  
*Greenhalgh c. Ardene Cinemas Ltd.*, [1951] Ch. 286 (C.A.);  
*Grimes v. Donald*, 673 A.2d 1207, 1214 (Del. 1996)  
*Lerman v. Diagnostic Data, Inc.*, 421 A.2d 907 (Del. Ch. 1980)  
*N. Assurance Co. v. Rachlin Clothes Shop, Inc.*, 125 A. 184, 188-89 (Del. 1924)  
*Paramount Communications Inc. v. QVC Network Inc.*, 637 A.2d 34 (Del. 1994).  
*People ex rel. Manice v. Powell*, 94 N.E. 634, 637 (N.Y. 1911);

*Schnell v. Chris Craft Industries, Inc.*, 285 A.2d 437 (Del. 1971)

*Sté Morgan Stanley et Co. et Sté Morgan Stanley DW. Inc. c. Sté LVMH*, Paris, 15<sup>e</sup> Ch., B, 30 juin 2006, n° 04/06308, RTD. com. 2006.875,

*Unocal Corp. C. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946, 954 (Del. 1985)

*Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.* 506 A 2d. 173 (Del. Supr. 1986).

### **MONOGRAPHIES, ÉTUDES ET DOCUMENTS DE TRAVAIL**

ALLAIRE, Y. et S. ROUSSEAU, *Gouvernance et parties prenantes : L'obligation du conseil d'administration d'agir dans l'intérêt de la société*, Montréal, Rapport de l'institut sur la gouvernance d'organisations privées et publiques, 2014, (consulté en ligne le 12 février 2016 à <https://igopp.org/gouvernance-et-parties-prenantes/>)

ANISMAN, P. « The Ontario Securities Commission as Regulator: Adjudication, Fairness and Accountability », in Anita I. ANAND & William F. FLANNIGAN, *Conflicts of Interest in Capital Markets Structures*, Toronto, Carswell, 2003.

ANTAKI N. et C. BOUCHARD, *Droit et pratique de l'entreprise*, Tome 2, - « Fonds d'entreprise, concurrence et distribution » 2<sup>e</sup> éd. Cowansville, Yvon Blais, 2014

ARMOUR, J. et B. C. CHEFFINS, *Offensive Shareholder Activism in US Public Companies, 1900-49*, Working Paper, University of Cambridge/University of Oxford, 2011

ARMOUR, J. « Enforcement Strategies in UK Corporate Governance: A Roadmap and Empirical Assessment », dans Armour et Payne (dir.). *Rationality in company law: Essay in honour of Dan PRENTICE*, (2009) 71,

BACHELIER, L., *Théorie de la spéculation*, Paris, Gauthier-Villars, 1900.

BAUDOUIIN, J.-L., et P. DESLAURIERS, *La responsabilité civile*, 5<sup>e</sup> éd., Cowansville, Éditions Yvon Blais, 1998

BAUMOL, W. J., *Business behavior, value and growth*, New-York, MacMillan, 1959.

BEATTIE, V. et S. FEARNLEY, *Auditor Independence and Non-Audit Services: A Literature Review*, Londres, Institute of Chartered Accountants in England and Wales, 2002

BECK, S. M., «Gatekeepers and the Commission: The role of professionals in the regulatory system », *In Securities Regulation: Issues and Perspectives*, Scarborough, Carswell, 1993

BEN-SHAHAR, Omri et C. E. SCHNEIDER, *More than you wanted to know: the failure of mandated disclosure*, Princeton and Oxford: Princeton University Press, 2014

BERLE, A. A. et G. MEANS, *The modern corporation and private property*, New-York, MacMillan, (Edition de 1982).

BULL G. et A. VICE, *Bid for power*, Elek Books, 3d ed., 1961

CLERMONTÉL, P. *Le droit de la communication financière*, préf. N. Molfessis, Joly éditions, 2009

CRÊTE, R. et S. ROUSSEAU, *Droit des sociétés par actions*, Montréal, Éditions Thémis, 3<sup>e</sup> éd. 2011

COFFEE, J. C., *Gatekeepers –The Professions and Corporate Governance*, Oxford, Oxford U.P., 2006

COOTNER, P., *The Random Character of Stock Market Prices*, Cambridge, M.I.T., 1964

COURET, A. « Abus de marché : quelles réparations ? », *Quelles stratégies face aux abus de marché ? Réparer, transiger, sanctionner*, Colloque du 27 novembre 2013, CREDA consulté en ligne le 21 septembre 2016. [http://www.cci-parisidf.fr/sites/default/files/creda/pdf/documents/abus\\_de\\_marche\\_actes.pdf](http://www.cci-parisidf.fr/sites/default/files/creda/pdf/documents/abus_de_marche_actes.pdf)

COURTRIGHT, J. T. D., *Securities Regulation of Take-over Bids in Canada*, Calgary, Carswell Legal Publications, 1985

CRÉPEAU, P.-A. *L'intensité de l'obligation juridique*, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 1989

CRÊTE, R. et S. ROUSSEAU, *Droit des sociétés par actions*, 3e éd., les éditions Thémis, 2011

DANIELS R. J., et E. M. IACOBUCCI, « Some of the causes and consequences of corporate ownership concentration in Canada » dans Randall MORCK (dir.), *Concentrated corporate ownership*, Chicago, university of Chicago press, 2000

DAVIS, P. et S. WORTHINGTON, *Principles of modern company law*, Gower & Davies, eds., 9th ed., London, 2012

DIMENTO, J. F., *Environmental Law and american business: Dilemmas of compliance*, New York, Plenum Press, 1986

EASTERBROOK F. H. et D. FISCHER, *The economic structure of corporate law*, Cambridge, Mass. Univ. press, 1991

GAGNON, J.-M. « La théorie de l'agence et l'entreprise », (1987) 5 *Mémoires de la société royale du Canada*, série, t. II

GEVURTZ, F. A., *Corporation Law*, West Academic Publishing, 2000

HANSMANN, H. et R. KRAAKMAN, « Agency Problems and Legal Strategies », dans R. KRAAKMAN, P. DAVIES, H. HANSMANN, G. HERTIC, K. J. HOPT, H. KANDA et E. B. ROCK, *The Anatomy of Corporate Law - A Comparative and Functional Approach*, Oxford, Oxford University Press, 2004

HAZEN, T. L., *The Law of Securities Regulation*, 3e éd., St. Paul, West Publishing Co., 1996

JOHNSTON, D. L. et K. D. ROCKWELL et C. FORD, *Canadian Securities Regulation*, 5e éd., Toronto, LexisNexis Canada, 2014

KREPS, D. M., *A course in microeconomic theory*, Princeton University Press, 1990

MACKAAY, E. et Stéphane ROUSSEAU, « Introduction à l'analyse économique du droit », dans G. LEFEBVRE et S. ROUSSEAU (dir), *Introduction au droit des affaires*, Montréal, Éditions Thémis, 2006

MACKAAY, E. et S. ROUSSEAU, *Analyse économique du droit*, 2e éd., Montréal/Paris, Éditions Thémis/Dalloz, 2008

MARINI, P. *La modernisation du droit des sociétés : Rapport au Premier ministre*, Paris, La documentation française, 1996

MARKOWITZ, H., *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investment*, New York: John Wiley & Sons, 1959

MARTIN, D., « Réparation (intégrale) des préjudices boursiers : sortons du brouillard », in *Mélanges AEDBF-France VI*, Rev. Banque éd., Paris, 2013

MASSE, C. « La responsabilité civile », dans *La réforme du Code civil*, vol. II, Sainte-Foy, Presses de l'Université Laval, 1993

MICHEL, P., « Droit pénal et sanctions administratives pécuniaires : quelques considérations pour prévenir la confusion des genres et faciliter la cohabitation », in *conférence des juristes de l'État, XXe Conférence – Redéfinir la gouvernance publique*, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 2013

MORCK, R., A. SHLEIFER et R. W. VISHNY, «Characteristics of Targets of Hostile and Friendly Takeovers » dans Alan J. Auerbach, ed., *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, Chicago, University of Chicago Press, 1988

NICHOLLS, C. C., et J. G. MACINTOSH, *Securities Law*, Toronto, Irwin, 2002

OLSON, M., *The Logic of Collective Action: Public Goods and the Theory of Groups*, Cambridge Massachusetts, Harvard University Press., 1971

POPPER, K., *La logique de la découverte scientifique*, 1959, trad. Nicole Thyssen-Rutten et Philippe Devaux, Paris, Payot, 1973

POPPER, K., *Conjectures et réfutations. La croissance du savoir scientifique*, Paris, Payot, 1985 [1953], 328.

ROUSSEAU, S. et P. DESALLIER, *Les devoirs des administrateurs lors d'une prise de contrôle : Étude comparative du droit du Delaware et du Droit Canadien*, Montréal, Éditions Thémis, 2<sup>e</sup> éd., 2016

ROUSSEAU, S. *L'encadrement du secteur des valeurs mobilières par les provinces*, Montréal, Éditions Thémis, 2013

ROUSSEAU, S., J. BIRON et E. MACKAAY «Lawyers as gatekeepers», in P. Coen & C. Roquilly, Eds, *Company Lawyers Independent by Design: An ECLA White Paper*, Paris, LexisNexis, 2014

ROUSSEAU, S. *Régimes de responsabilité civile : divulgation sur les marchés primaire et secondaire* fascicule 13. P.13/7., en ligne [www.lexisnexis.com/store/images/samples/CA/9780433466239](http://www.lexisnexis.com/store/images/samples/CA/9780433466239).

ROUSSEAU, S., « The Québec Experience with an Independent Administrative Tribunal Specialized in Securities: A Study of the Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières», A Research Study Prepared for the Expert Panel on

Securities Regulation in Canada, P.7.  
<http://www.expertpanel.ca/documents/research-studies/Quebec%20Independent%20Adjudicative%20Tribunal%20-%20Rousseau.English.pdf>

ROY, N., *La libre circulation des capitaux à l'intérieur de l'union économique Canadienne*, Vol. 66. Commission Royale sur l'union économique et les perspectives de développement du Canada, Ottawa, Ministre des Approvisionnements et services Canada, 1985

SAVATIER, R., *Traité de la responsabilité civile en droit français*, T. 2, 2ème éd., 1951

SCHMIDT, D., « Existe-t-il véritablement un préjudice réparable » ? *Quelles stratégies face aux abus de marché ? Réparer, transiger, sanctionner*, Colloque du 27 novembre 2013, CREDA. En ligne [http://www.cci-parisidf.fr/sites/default/files/creda/pdf/documents/abus\\_de\\_marche\\_actes.pdf](http://www.cci-parisidf.fr/sites/default/files/creda/pdf/documents/abus_de_marche_actes.pdf)

SCHOLS, M., *A Test of the Competitive Hypothesis: The Market for New Issues and Secondary Offerings*. Unpublished PH.D. thesis, Graduate School of Business, University of Chicago, 1969

SCOTT, J. C. *Seeing like a state*, Yale University Press, New Haven and London, 1998

SIMON, H. A., *Models of bounded rationality: behavioral economics and business organisation*, Cambridge, Mass. MIT Press, 1982

SMITH, A. (1776), *La richesse des nations*, Ed. Flammarion, 1991.

SMITH, A., *Théorie des sentiments moraux*, Léviathan, [1759], PUF, 1999

SMITH, A., *Recherches sur la nature et les causes de la richesse des nations*, Livre IV, ch. 2, 1776, éd. Flammarion, 1991

SONNTAG, C. « Préjudices et sanctions des infractions d'initiés : approche juridique et économique », in B. DEFFAINS, F. STASIAK, G. GIUDICELLI-DELAGE, Pierre LASCOUMES, T. GODEFROY et Michel MASSÉ (dir.) *L'organisation des dispositifs spécialisés de lutte contre la criminalité économique et financière en Europe*, L.G.D.J., 2004

SPITZ, N., *La réparation des préjudices boursiers*, Droit-fiscalité, revue Banque, 2010

STEINBERG, M. I. *Understanding Securities Law*, Matthew Bender, 1996

STONE, C. D., *Where the law ends: The social control of corporate behavior*, New York, Harper & Row, 1975

TERRÉ, F., P. SIMLER et Y. LEQUETTE, *Droit Civil, Les obligations*, Précis Dalloz, 2013

THE WORLD BANK, *Takeover Laws and Financial Development*, Par Tatiana NENOVA, World Bank Policy Research Working Paper 4029 (October 2006), en ligne <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/9003>

THOMAS, R. S., C. T. DIXON et E. R. ARANOW , *Aranow & Einhorn on proxy contests for corporate control*, Aspen Law & Business, 3rd Ed, Aranow & Einhorn, 2001.

VON NEUMANN, J., et O. MORGENSTERN, *Theory of games and economic behavior*, Princeton University Press, Princeton, NJ. 1947

WALLACE, W. A. *The Economic Role of the Audit in Free and Regulated Markets*, New-York, Macmillan Publishing Company, 1985

WILLIAMSON, J. P., *Securities Regulation in Canada*, Toronto, University of Toronto Press, 1960 réédité en 1966

## **ARTICLES**

ALCHIAN A. A. et H. DEMSETZ, «Production, information cost, and economic organization», (1972) 62 *The American economic review* 777

ALCOUFFE, A. et C. KALWEIT, « droits à l'information des actionnaires et actions sociales des associés en France et en Allemagne. Considérations de droit comparé en relation avec les directives américaines », (2003) 2 *Revue internationale de droit économique* 159

ALEXENDER, S. S., «Price Movements in Speculative Markets: Trends or Random Walks». (1961) 2 *Industrial Management Review* 7; Repris dans l'édition (2002) 8, 199

ALLEN W. T., J. B. JACOBS et L. E. STRINE, «Management and control of the modern business corporation: corporate control locations: the great takeover

debate: A meditation on bridging the conceptual divide» (2002) 69 *U. Chi. L. Rev.* 1093

ARMOUR, J., J. B. JACOBS et C. J. MILHAUPT, « A Comparative Analysis of Hostile Takeover Regimes in the US, UK and Japan (with Implications for Emerging Markets) » (2010) *Columbia Law and Economics Working Paper N°377*, en ligne [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1657953](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1657953)

ARMOUR, J., J. B. JACOBS et C. J. MILHAUPT, « The evolution of hostile takeover regimes in developed and emerging markets: An analytical framework», (2011) 52 *Harvard International Law Journal* 220

ARSOUZE, C. et P. LEDOUX, « L'indemnisation des victimes d'infractions boursières », (2006) 4 *Bull. Joly Bourse* 399

AXELROD, R., «An Evolutionary Approach to Norms», (1986) 80 *Am. Pol. Sci. Rev.* 1095

BACHELIER, L. « Théorie de la spéculation », (1900) 3 *Annales scientifiques de l'École normale supérieure* 21

BAINBRIDGE, S. M., «Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance», (2003) 97 *NW. U. L. REV.* 547

BAINBRIDGE, S. M., « Director Primacy and Shareholder Disempowerment », (2006) 119 *Harv. L. Rev.* 1735

BAINBRIDGE, S. M et G. M. GULATI, « How Do Judges Maximize? (The Same Everybody Else Does - Boundedly): Rules of Thumb in Securities Fraud Decisions », (2002) 51 *Emory L. J.* 83

BAJIKIJAIE, B. « La responsabilité des vérificateurs dans les sociétés par actions en droit positif canadien », (1997) 28 *Ottawa L. Rev.* 91

BARBER, B. B. et T. ODEAN, « Boy will be boys: gender overconfidence and common stock investment», (2001) 116 *Quarterly journal of economics* 261

BEBCHUK, L. A., «The Case Against Board Veto in Corporate Takeovers», (2002) 69 *U. Chi. L. Rev.* 973

BEBCHUK, L. A. «Letting Shareholders Set the Rules», (2006) 119 *HARV. L. REV.* 1784

BELL, A. et G. PARCHOMOVCKY, « The integration game », (2000) 1000 *Colom. L. Rev.* 1965

BEN-SHAHAR, O., et C. E. SCHNEIDER, «The failure of mandated disclosure », (2011) 159, *University of Pennsylvania Law Rev.* 746

BHIDE, A, «The Causes and Consequences of Hostile Takeovers», (1989) 2 *Journal of Applied Corporate Finance* 35

BIRON J., « Les bénéfices et les coûts de l'activisme actionnarial », (2012) *R.J.T.* 817

BLACK B. S., « Bidder Overpayment in Takeovers », (1989) 41 *STAN. L. REV.* 597

BLACK, B. S., « Shareholder Passivity Re-examined », (1990) 89 *MICH. L. REV.* 520

BLACK, B. S. et R. H. KRAAKMAN, « A self-Enforcing Model of Corporate Law », (1996) 109 *Harv. L. Rev.* 1911

BLACK, S. B. et R. H. KRAAKMAN, « Delaware's Takeover Law: The Uncertain Search for Hidden Value», (2002) 96 *NW. U. L. REV.* 521

BLACK, B., B. CHEFFINS et M. KLAUSNER, « Outside Director Liability » (2006) 58, *Stanford Law Review* 1055 en ligne <http://ssrn.com/abstract=894921>

BRATTON, W. W., «Enron and the Dark Side of Shareholder Value», (2001-2002) 76 *Tulane L. Rev.* 1275

BRUDNEY, V., «Corporate Governance, Agency Costs, and the Rhetoric of Contract», (1985) 85 *COLUM. L. REV.* 1403

CARLSON, A. E., « Recycling Norms», (2001) 89 *Cal. L. Rev.* 1231

CARNEY, W. J. «Controlling Management Opportunism in the Market for Corporate Control: An Agency Cost Model», (1988) *WIS. L. REV.* 385

CHANDLER, W. B. III, « Hostile M&A and the Poison Pill in Japan: A Judicial Perspective», (2004) *COLUM. BUS. L. REV.* 45

CHEFFINS, B. R., « Dividends as a Substitute for Corporate Law: The Separation of Ownership and Control in the United Kingdom », (2006) 63 *WASH. & LEE L. REV.* 1273 1275

CHOI, S. J., « The Evidence on Securities Class Actions », (2004) *Van L. Rev.* 1465

CLARK, R. C., «Vote Buying and Corporate Law», (1979) 29 *Case W. Res. L. Rev.*, 776

COASE, Ronald H. « The Problem of Social Cost », (1960) 3 *Journal of Law and Economics* 1

COFFEE, J. C., «The Acquiescent Gatekeeper: Reputational Intermediaries, Auditor Independence and the Governance of Accounting », (2001) *Columbia Law and Economics, Working Paper* No.191,

COFFEE, J. C. « Gatekeeper Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reforms », (2004) 84 *B. U. L. Rev.* 308.

Cooter, R. D., «Theory of Law, Normative Failure», (1997) 82 *Cornell L. Rev.* 947

CRÊTE, R. et M. WEISS, « Qu'est-ce qu'une information privilégiée en matière d'opérations d'initié ? Les suites de l'affaire Memotec », (1989) 15 *Can. Bus. L. J.* 385

CRÊTE, R. et P. MCSWEENEY, « Les vérificateurs après la tempête financière : un regard particulier sur un nouveau régime de responsabilité civile destiné aux investisseurs du marché secondaire des valeurs mobilières », (2005) 35 *R.G.D.* 207

CRÊTE, R. et S. ROUSSEAU, « De la passivité à l'activisme des investisseurs institutionnels au sein des corporations - Le reflet de la diversité des facteurs d'influence », (1997) 42 *McGill Law Journal* 863

CRÊTE, R., J. BEDARD et S. ROUSSEAU, « Les vérificateurs comptables et la fiabilité de l'information financière: les messages de l'environnement institutionnel et juridique », (2004) 45 *C. de D.* 219

CUNNINGHAM, L. A., « The Sarbanes-Oxley Yawn: Heavy Rhetoric, Light Reform (And it Might Just Work) », (2003) 36 *Conn. L. Rev.* 915

CURZAN m. P. et M. L. PELESH, « Revitalizing Corporate Democracy: Control of Investment Managers' Voting on Social Responsibility Proxy Issues», (1980) 93 *Harvard Law Review* 670

DALLAS, L. L., «Two Models of Corporate Governance: Beyond Berle and Means», (1988) 22 *U. MICH. J.L. REFORM* 19

DE VAUPLANE, H. et O. SIMART, « Délits boursiers : propositions de réforme », (1997) 29 *Revue de droit bancaire* ;

DENT, G. W., « Toward Unifying Ownership and Control in the Public Corporation », (1989) *Wis. L. Rev.* 881

EASTERBROOK, F. H. et D. R. FISHEL, « The proper role of a target's management in responding to a tender offer », (1981) *94 Harv. L. Rev.* 1161

EISENBERG, M. A., « Corporate Law and Social Norms », (1999) *99 Colo. L. Rev.* 1253

ENDE, J. L. KAZIS, A. ASH et M. A. Moskowitz, « Measuring Patients' Desire for Autonomy: Decision Making and Information-Seeking Preferences Among Medical Patients », (1989) *4 J. GEN. INTERNAL MED.* 23

ENGAMMARE, V., « Système de contrôle interne et information des actionnaires : Comment garantir aux actionnaires un droit de regard en matière de contrôle interne ? », (2003) *77 Corporate governance* 491,

FALBY, R. L., « Take-over Bids and the Ontario Securities Act of 1966 », (1967) *5 Osgoode Hall Law Journal* 227 en ligne à <http://digitalcommons.osgoode.yorku.ca/cgi/viewcontent.cgi?article=2385&context=ohlj>

FAMA, E. F. et M. C. JENSEN, « agency problems and residual claims », (1983) *26 The Journal of Law & Economics* 327

FAMA, E. F., « Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work », (1970) *25 The Journal of Finance* 383

FAMA, E. F., L. FISHER, M. C. JENSEN et R. ROLL, « The Adjustment of Stock Prices to New Information », (1969) *10 International Economic Review* 1.

FAMA, E. F. et M. C. JENSEN, « Separation of Ownership and Control », (1983) *26 The Journal of Law & Economics* 301

Fisch, J. E. et K. M. ROSEN, « Is There a Role for Lawyers in Preventing Future Enrons? », (2003) *48 Vill. L. Rev.* 1097

GILSON, R. J., « Value Creation by Business Lawyers: Legal skills and asset pricing », (1984) *94 Yale L. J.* 239

GILSON, R. J. et R. KRAAKMAN, « Delaware's Intermediate Standard for Defensive Tactics: Is There Substance to Proportionality Review? », (1989) *44 BUS. LAW.* 247

GORDON, J. N. «Governance failures of the Enron board and the new information order of Sarbanes-Oxley. (Symposium: Crises in Confidence: Corporate Governance and Professional Ethics Post-Enron) », (2003) 35(3), *Connecticut Law Review* 1125

GRASMICK, H. G. et R. J. BURSICK, « Conscience, Significant Others, and Rational Choice: Extending the Deterrence Model», (1990) 24 *Law & Soc'y Rev.* 837

GRUNDFEST, J. A. «Just Vote No: A Minimalist Strategy for Dealing with Barbarians Inside the Gates», (1993) 45 *STAN. L. REV.* 857

HANSMANN, H. et R. KRAAKMAN, «The End of History for Corporate Law», (2001) 89 *GEO. L.J.* 439

HERZ, D. A., J. E. LOOMAN et S. K. LEWIS, « Informed Consent: Is It a Myth », (1992) 30 *NEUROSURGERY* 453

HOT, K. J. « Takeover Defenses in Europe: A Comparative, Theoretical and Policy Analysis» (2013) *COLUMBIA JOURNAL OF EUROPEAN LAW* 258

JACKSON, H. E., «Reflections On Kaye, Scholer: Enlisting Lawyers to Improve the Regulation of Financial Institutions », (1993) 66 *S. Cal. L. Rev.* 1019

JENSEN, M. C. et W. H. MECKLING, « Theory of the firm: Management behaviour, agency cost and ownership structure», (1976) 3 *journal of financial economics* 305

JENSEN, M. C. « Value maximisation, stakeholder theory, and the corporate objective function », (2002) 12 *Business Ethics Quarterly* 235

JENSEN, M. C., « The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-64 », (1968) 23 *Journal of Finance* 389

JENSEN, M. C. «Takeovers: their causes and consequences», (1988) 2 *journal of economic perspectives* 21

JOURDAIN, P., « Les nouveaux usages de la perte de chance », (2010), RTD Civ.,

KAHAN, D. M., « Social Influence, Social Meaning, and Deterrence», (1997) 83 *Va. L. Rev.* 349.

KENDALL, M. G., «The Analysis of Economic Time-Series, Part I: Prices », (1953) 96 *Journal of the Royal Statistical Society* 11

KERSHAW, D., « The Illusion of Importance: Reconsidering the UK's Takeover Defense Prohibition », (2007) 56 *INT'L & COMP. L.Q.* 267

KRAAKMAN, R. H., «Corporate Liability Strategies and the Costs of Legal Controls », (1984) 93 *Yale L.J.* 857

LANGEVOORT, D. C., « Capping Damages for Open-Market Securities Fraud », (1996) 38 *Ariz. L. Rev.* 639

LANGEVOORT, D. C., «The behavioral economics of mergers and acquisitions», (2010) Georgetown Law and Economics Research Paper No. 10-17 en ligne à [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1692777](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1692777)

LAPRADE, M., « La politique de sanction du régulateur : répression ou réparation ? », (2009) *Bull. Joly Bourse* 439

LARNER, R. J., « ownership and control in the 200 largest non financial corporation, 1929 and 1963», (1966) *American economic Review* 777

LaROCHELLE, L., F-J. PÉPIN et R. L. SIMMONDS, « Bill 85, Quebec new securities act» (1983) 29 *R.D. de McGill* 137.

LATIN, H. « "Good" Warnings, Bad Products, and Cognitive Limitations », (1994) 41 *UCLA L. REV.* 1193

LEE, J. et J. M. HOGARTH, « The Price of Money: Consumers' Understanding of APRs and Contract Interest Rates», (1999) 19 *J. PUB. POL'Y & MARKETING* 66

LEE, J. et J. M. HOGARTH, « Do Consumers Know the Price of Credit? A Comparison of Consumers' Knowledge of Open- and Closed-End Credit », (1999) 45 *J. CONSUMERS INTEREST ANNUAL* 71

LESSIG, L., « The New Chicago School », (1998) 27 *J. Leg. St.* 661

LINTNER, J., «The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets», (1965) 47 *Review of Economics and Statistics* 13

MACEY J. R., « An economic analysis of the various rationales for making shareholders the exclusive beneficiaries of corporate fiduciary duties », (1991) 21 *Stetson L. Rev.* 23

MAHONEY, P. G., « Precaution Costs and the Law of Fraud in Impersonal Markets », (1992) 78 *Va. L. Rev.* 623

MALLOY, T. F., « regulation, compliance, and the firm», (2003) 76 *Temp. L. Rev.* 451

MANDELBROT, B. et H. M. TAYLOR, «On the Distribution of Stock Price Differences», (1967), 15 *Operations Research*, 1057-1062;

MANDELBROT, B., « Forecasts of future prices, unbiased markets, and martingale models » (1966) 39 *J. Bus.* 242, 248.

MANNE, H. G., «The "Higher Criticism" of the Modern Corporation», (1962) 62 *COLUM. L. REV.* 399

MANNE, H. «Mergers and the Market for Corporate Control», (1965) 73 *J. Pol. Econ.* 110

MARKHAM, J. W. « Accountants Make Miserable Policemen: Rethinking the Federal Securities Laws », (2003) 28 *N.C. Int'l L. & Com. Reg.* 725

MARKOWITZ, H. M., « Portfolio selection » (1952) 7 *The Journal of Finance*, 77

MARSH, H., «Are Directors Trustees? », (1966) 22 *BUS. LAW.* 35, 36-46, 57;

MAUL, S. et A. KOULORIDA, « The Takeover bids Directive », (2004) 5 *German L. R.* 364

MIGNON, V., « les ambiguïtés de la théorie de l'efficience informationnelle des marchés », (2008) 1 *Regards croisés sur l'économie* 104

NIEDERHOFFER, V., et M. F. M. OSBORNE, « Market Making and Reversal on the Stock Exchange », (1966) 61 *Journal of the American Statistical Association* 897

PAILLUSSEAU, J. « L'efficacité des entreprises et la légitimité du pouvoir » (1995) 54 *LPA* 17

PAREDES, T. A., «The Firm and the Nature of Control: Toward a Theory of Takeover Law», (2003) 29 *J. CORP. L.* 103

PATERNOSTER, R. et S. SIMPSON, «Sanction Threats and Appeals to Morality: Testing a Rational Choice Model of Corporate Crime», (1996) 30 *Law & Soc'Y Rev.* 549

PIETRANCOSTA, A., « Délits boursiers : la réparation du préjudice subi par l'investisseur », (2007) 3 *RTDF* 21

PIETRANCOSTA A., « La protection des investisseurs en contexte d'OPA », (2010) *Unif. Law Rev*, 819.

PRENTICE, R. A. et J. J. KOEHLER, « A normality Bias in Legal Decision Making », (2003) 88 *Cornell L. Rev.* 583

PRENTICE, R. A., « Front-End Loaded, Two-tiered tender offers: An Examination of Counterproductive Effects of a Mighty Offensive Weapon », (1989) 39 *Case W. Res.* 389.

RITTER, J. R., « Behavioral finance », (2003) 11 *Pacific-Basin Finance Journal* 429

RONTCHEVSKY, N. « La réparation limitée du préjudice des investisseurs victimes d'une fausse information en droit français », (2011) *Journal des sociétés* 19.

ROUSSEAU, S. et R. CRETE, « L'environnement législatif québécois au regard du projet d'adoption d'un régime statutaire de responsabilité civile dans le contexte du marché secondaire des valeurs mobilières », (1999) 59 *R. du B.* 627

ROUSSEAU, S. « La responsabilité civile de l'analyste financier pour la transmission d'information fausse ou trompeuse sur le marché secondaire des valeurs mobilières », (2000) 34 *R.J.T.* 193

ROUSSEAU, S. « Étude du recours statutaire en responsabilité civile pour le marché secondaire des valeurs mobilières au Québec » (2009) 43 *R.J.T.* 709

ROUSSEAU, S. « Le cumul des sanctions pénales et administratives en droit financier Canadien », (2015) 1 *Revue internationale des services financiers* 35

SAMUELSON, P. A., « proof that properly anticipated prices fluctuate randomly », (1965) 6 *Industrial management review* 41

SAMUELSON, P. A., « proof that properly anticipated prices fluctuate randomly » (1965) 6 *Indus. Mgmt. Rev* 41

SANGARA, A. A. « efficience des marchés : un siècle après Bachelier », (2005) 81, *Revue d'économie financière, Fonctionnement des systèmes bancaires et financiers* 107

SCHMIDT, D. et A.-V. LEFUR, « Pour un tribunal des marchés financiers », (2015) *Bulletin Joly Bourse* 6

SCHWARTZ L. M., S. WOLOSHIN, W. C. BLACK et G. WELCH, « The Role of Numeracy in Understanding the Benefit of Screening Mammography », (1997) 127 *ANNALS INTERNAL MED.* 966

SCHOLZ, J. T., «Cooperation, Deterrence and the Ecology of Regulatory Enforcement », (1984) 18 *Law & Soc'Y Rev.* 179

SCOTT, R. E., « The Limits of Behavioral Theories of Law and Social Norms », (2000) 22 *VA. L. REV.* 1603

SHARPE, W. F. « Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk», (1964) 19 *Journal of Finance* 425

SIMON, H. A., « On how to decide what to do», (1977) 9 *The Bell Journal of Economics* 494

SIMON, H. A., «Theories of Decision-Making in Economics and Behavioral Science», (1959) 49 *Am. Econ. Rev.* 253

SMART, J. C et P. L. OLASKER, «Disclosure Standards in Canada», (1996) 19 *O.S.C.B.* 221.

SMITH, D. G., « The shareholder primacy norm », (1983) 26 *J. Law & Econ.* 327

SODERQUIST, L. D. et R. P. VECCHIO, «Reconciling Shareholders' Rights and Corporate Responsibility: New Guidelines for Management», (1978) *DUKE L.J.* 819

SPENCE, D. B., «The Shadow of the Rational Polluter: Rethinking the Role of Rational Actor Models in Environmental Law», (2001) 89 *Cal. L. Rev.* 917

STOLOWY, H. et G. BRETON, « La gestion des données comptables : une revue de la littérature », (2003) 9 *Comptabilité-Contrôle-Audit* 130.

STRINE, L. E., «Toward a True Corporate Republic: A Traditionalist Response to Bebchuk's Solution for Improving Corporate America», (2006) 119 *HARV. L. REV.* 1759

STULZ, R., « Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control », (1988) 1 *Journal of Financial Economics* 25

SUNSTEIN, C. R., « On the Expressive Function of Law », (1996) 144 *U. Pa. L. Rev.* 2021

SUTINEN, J. G. et K. KUPERAN, «A Socio-Economic Theory of Regulatory Compliance», (1999) 26 *Int'L J. Soc. Econ.* 174

TYLER, T. R. et J. M. DARLEY, « Building a Law-Abiding Society: Taking Public Views About Morality and the Legitimacy of Legal Authorities into Account When Formulating Substantive Law », (1999) 28 *Hofstra L. Rev.* 707

VELASCO, J., « The Enduring Illegitimacy of the Poison Pill», (2002) 27 *J. CORP. L.* 381

VELASCO, J., «Structural Bias and the Need for Substantive Review », (2004) 82 *WASH. U. L.Q.* 821

VELASCO, J. « The fundamental rights of the shareholder », (2006) 40 *U. of California Davis*, 407

VELASCO, J., « Taking shareholder rights seriously», (2007) 41 *U.C. Davis Law Rev.* 604

VELASCO, J. «Shareholder ownership and primacy», (2010) 1010 *University of Illinois Law Review* 897

WILLIAMSON, O. E., «Corporate Finance and Corporate Governance», (1988) 43 *Journal of Finance* 567

WILLIAMSON, O. E., « Managerial discretion and business behaviour», (1963) 53 *American economic Review* 1032

WILLIS, L. E., « Decision-making and the Limits of Disclosure: The Problem of Predatory Lending: Price », (2006) 65 *MD. L. REV.* 707

WAUD, R. N., «Public Interpretation of Discount Rate Changes: Evidence on the Announcement Effect», (1970) 38 *Econometrica* 231

WINTER, R. K., «State Law, Shareholder Protection, and the Theory of the Corporation», (1977) 6 *J. LEGAL STUD.* 251

ZACHARIAS, F. C. «Lawyers as Gatekeepers », (2004) 41 *San Diego L. Rev.* 1387

Zilberberg, E., « La croissance n'est pas toujours rentable », (2007) 2 *L'Expansion Management Review* 10

ZINGALES, L., « The Value of the Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange Experience », (1994) 7 *Review of Financial Studies* 125