

AVIS

L'auteur a autorisé l'Université de Montréal à reproduire et diffuser, en totalité ou en partie, par quelque moyen que ce soit et sur quelque support que ce soit, et exclusivement à des fins non lucratives d'enseignement et de recherche, des copies de ce mémoire ou de cette thèse.

L'auteur et les coauteurs le cas échéant, conservent néanmoins la liberté reconnue au titulaire du droit d'auteur de diffuser, éditer et utiliser commercialement ou non ce travail. Les extraits substantiels de celui-ci ne peuvent être imprimés ou autrement reproduits sans autorisation de l'auteur.

L'Université ne sera aucunement responsable d'une utilisation commerciale, industrielle ou autre du mémoire ou de la thèse par un tiers, y compris les professeurs.

NOTICE

The author has given the Université de Montréal permission to partially or completely reproduce and diffuse copies of this report or thesis in any form or by any means whatsoever for strictly non profit educational and purposes.

The author and the co-authors, if applicable, nevertheless keep the acknowledged rights of a copyright holder to commercially diffuse, edit and use this work if they choose. Long excerpts from this work may not be printed or reproduced in another form without permission from the author.

The University is not responsible for commercial, industrial or other use of this report or thesis by a third party, including by professors.

Université de Montréal

**LE TRAITEMENT DES PORTEURS MINORITAIRES DE TITRES DE SOCIÉTÉS
PAR ACTIONS PUBLIQUES DANS UN CONTEXTE TRANSACTIONNEL : OÙ EN
SOMMES-NOUS?**

Par

Olivier Proulx

Faculté de Droit

Mémoire présenté à la Faculté des études supérieures en vue de l'obtention du grade
de Maître en Droit (LL.M)
Option Droit des Affaires

Novembre 2006

© Olivier Proulx, 2006



Université de Montréal
Faculté des études supérieures

Ce mémoire intitulé

Le traitement des porteurs minoritaires de titres de sociétés par actions
publiques dans un contexte transactionnel : où en sommes-nous?

présenté par :

Olivier Proulx

a été évalué par un jury composé des personnes suivantes :

Ejan Mackaay
Président-rapporteur

Stéphane Rousseau
Directeur de recherche

Nabil Antaki
Membre du jury

La première égalité, c'est l'équité.
Victor Hugo, extrait de « Les misérables »

Il est plus facile de proclamer l'égalité que de la réaliser
Édouard Herriot

Les institutions démocratiques réveillent et flattent la passion
de l'égalité sans pouvoir jamais la satisfaire entièrement
Alexis de Tocqueville

Le présent texte a été rédigé sur la base des dispositions législatives en vigueur au 8 août 2006. La recherche jurisprudentielle a été arrêtée à la même date.

RÉSUMÉ

Résumé :

Dans une perspective pratique et axée sur le droit transactionnel, l'auteur dresse un portrait global du régime juridique s'appliquant aux actionnaires minoritaires de sociétés par actions publiques canadiennes. Pour ce faire, il aborde, dans un premier temps, les divers mécanismes transactionnels utilisés par les sociétés désirant procéder à une opération de changement de contrôle. Dans un deuxième temps, il enchaîne en expliquant les enjeux entourant la protection des actionnaires minoritaires pour, par la suite, décrire les obligations afférentes au Règlement Q-27. Finalement, il propose une analyse du traitement des porteurs minoritaires à la lumière, d'une part, de la gouvernance d'entreprise et, d'autre part, de l'activisme des investisseurs institutionnels.

Mots clés :

Droit des valeurs mobilières, fusions et acquisitions, protection des actionnaires minoritaires, Règlement Q-27, gouvernance d'entreprise, activisme des investisseurs institutionnels.

SUMMARY

Summary:

In a practical perspective based on transactional law, the author shows a global portrait of the legal regime applicable to minority shareholders of Canadian publicly listed corporations. Firstly, he tackles the various transactional mechanisms used by corporations that want to proceed to a change of control operation. Secondly, he continues by explaining the issues surrounding the protection of minority shareholders. Then, he describes the obligations related to Rule Q-27. Finally, he proposes an analysis of minority shareholders treatment in light of, on one hand, corporate governance and, on the other hand, institutional investors activism.

Key words:

Securities law, mergers & acquisitions, protection of minority shareholders, Rule Q-27, corporate governance, institutional investors activism.

TABLE DES MATIÈRES

Le traitement des porteurs minoritaires de titres de sociétés par actions publiques dans un contexte transactionnel : où en sommes-nous?

Résumé	iv
Table des matières.....	vi
Liste des annexes.....	ix
Table des abréviations.....	x
INTRODUCTION :	1
1. LES MÉCANISMES TRANSACTIONNELS	3
1.1. Les transactions structurées selon le droit des valeurs mobilières : les offres publiques	3
1.1.1. Qu'est ce qu'une offre publique?	3
1.1.2. Types d'offres publiques d'achat :.....	6
1.1.3. Le principe de l'égalité de traitement et les règles d'intégration :	8
1.1.4. Les dispenses :.....	11
1.1.4.1. Offres publiques d'achat :	11
1.1.4.2. Offres publiques de rachat :.....	12
1.1.5. Le processus de l'offre publique :.....	13
1.1.6. Les mécanismes de défense face à l'offre :	20
1.1.6.1. Mesures préventives :.....	21
1. Régimes de droits :.....	21
2. Parachute doré :.....	26
3. Formation d'alliances stratégiques :	28
1.1.6.2. Mesures actives :.....	29
1. Frais de résiliation :.....	29
2. Vente d'actifs :	32
3. Modification de la structure du capital :.....	33
4. Défense de « just say no » :	33
1.2. Les transactions structurées selon le droit des sociétés	35
1.2.1. Les fusions :	35
1.2.1.1. Qu'est-ce qu'une fusion?	35
1.2.1.2. Le processus de la fusion :	37
1. Fusion ordinaire :	37
2. Fusion simplifiée :.....	38
1.2.2. Les arrangements statutaires :.....	39
1.2.2.1. Qu'est-ce qu'un arrangement?.....	39

1.2.2.2.	Le processus de l'arrangement :	41
1.2.3.	Les restructurations du capital-actions :	44
1.2.4.	Les acquisitions d'actifs :	45
1.3.	Les opérations de fermeture :	50
1.3.1.	Pourquoi vouloir privatiser une société par actions publiques?	50
1.3.2.	Le processus de l'opération de fermeture :	52
2.	LES ENJEUX ENTOURANT LA PROTECTION DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES	56
2.1.	Les fondements théoriques du Règlement Q-27 :	56
2.1.1.	Les principes de l'efficience et de l'équité :	56
2.1.2.	La théorie du réseau de contrats et l'approche impérative :	59
2.1.3.	Les sociétés à actionnariat dispersé/concentré et la relation d'agence :	61
2.2.	Historique du Règlement Q-27 :	63
2.3.	Problématique : La nécessité d'un cadre juridique au-delà du droit des sociétés.....	66
2.3.1.	Le principe de l'égalité de traitement en droit des sociétés :	67
2.3.2.	L'action dérivée :	68
2.3.3.	Recours pour oppression :	69
2.3.4.	Droit de dissidence :	72
3.	LE TRAITEMENT DES PORTEURS MINORITAIRES : LES OBLIGATIONS CRÉÉES PAR LE RÈGLEMENT Q-27	74
3.1.	Les offres publiques d'achat et les offres publiques d'échange par un initié :	74
3.1.1.	Qu'est-ce qu'un initié selon le Règlement Q-27?	74
3.1.2.	Les obligations requises :	76
3.1.3.	Les dispenses :	80
3.2.	Les offres publiques de rachat :	82
3.2.1.	Les obligations requises :	82
3.2.2.	Les dispenses :	83
3.3.	Les opérations de fermeture :	84
3.3.1.	Qu'est-ce qu'une opération de fermeture selon le Règlement Q-27?	84
3.3.2.	Les obligations requises :	85
3.3.3.	Les dispenses :	87

3.4.	Les opérations avec des personnes liées :	89
3.4.1.	Qu'est-ce qu'une opération avec une personne liée :.....	89
3.4.2.	Les obligations requises :.....	90
3.4.3.	Les dispenses :.....	91
4.	ACTUALISATION DU TRAITEMENT DES PORTEURS MINORITAIRES.....	96
4.1.	La gouvernance des sociétés par actions publiques :.....	96
4.1.1.	Le rôle général du conseil d'administration :	96
4.1.1.1.	Le devoir d'honnêteté et de loyauté :.....	98
4.1.1.2.	Le devoir de prudence et de diligence :	101
4.1.2.	Le rôle du conseil d'administration face à une situation de changement de contrôle :	107
4.1.3.	Le resserrement des règles de gouvernance :.....	110
4.2.	L'activisme de l'actionnariat : le rôle grandissant des investisseurs institutionnels	116
	CONCLUSION :.....	123

LISTE DES ANNEXES

ANNEXE 1	Marché des fusions & acquisitions (2001-2005)	124
ANNEXE 2	Avantages et désavantages des mécanismes transactionnels.....	125
ANNEXE 3	Calendrier général pour les opérations de changement de contrôle négociées	129
ANNEXE 4	Chronologie d'une transaction structurée sous forme d'OPA.....	132
ANNEXE 5	Chronologie d'une transaction structurée sous forme de fusion	133
ANNEXE 6	Chronologie d'une transaction structurée sous forme d'arrangement statutaire.....	134
ANNEXE 7	Les firmes d'investissements dans le marché des fusions & acquisitions.....	135

TABLE DES ABRÉVIATIONS

ACVM	Autorités canadiennes en valeurs mobilières
AIM	Alternative Investment Market
Alta. C.A.	Alberta Court of Appeal
Alta. L.R.	Alberta Law Reports
Alta. Q.B.	Alberta Queen Bench
Alta. S.C.	Alberta Supreme Court
AMEX	American Stock and Options Exchange
AMF	Autorité des marchés financiers
A.S.C	Alberta Securities Commission
B.A.M.F.	Bulletin de l'Autorité des marchés financiers
B.C.C.A.	British Columbia Court of Appeal
B.C.J.	British Columbia Judgments (Quicklaw)
B.C.L.R.	British Columbia Law Reports
B.C. S.C.	British Columbia Supreme Court
B.C.V.M.Q.	Bulletin de la Commissions des valeurs mobilières du Québec
B.L.R.	Business Law Reports
Bus. Law.	Business Lawyer
C.A.	Cour d'appel
Cal. L. Rev.	California Law Review
CalPERS	California Public Employees' Retirement System
Can. Bus. L.J.	Canadian Business Law Journal
Cardozo L. Rev.	Cardozo Law Review
CCBG	Coalition canadienne pour la bonne gouvernance
C.C.L.S.	Canadian Cases on the Law of Securities
C.c.Q.	Code civil du Québec
CDPQ	Caisse de dépôt et placement du Québec
Ch. Div.	Hight Court : Chancery Division
Col. L. Rev.	Colorado Law Review
Conn. L. Rev.	Connectcut Law Review
Corp. Gov. Rev.	Corporate Governance Review
C.p.c.	Code de procédure civile du Québec
C.S.	Cour supérieure
CVMO	Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
Del.	Cour suprême du Delaware
Del. Ch.	Delaware Chancery Court
D.L.R.	Dominion Law Reports
D.O.R.S.	Décrets, ordonnances et règlements
Harv. Bus. Rev.	Harvard Business Review
Harv. L. Rev.	Harvard Law Review
H.L.	House of Lords
J. Bus. L.	Journal of Business Law
J. Corp. Fin.	Journal of Corporate Finance
J. Corp. L.	Journal of Corporate Law

J. Fin.	Journal of Finance
J. Fin. Econ.	Journal of Economics & Finance
J. Law & Econ.	Journal of Law & Economics
J. Pol. Econ.	Journal of Political Economy
J.Q.	Jugements du Québec (Quicklaw)
LACC	Loi sur les arrangements avec les créanciers des compagnies
LCQ	Loi sur les compagnies du Québec
LCSA	Loi canadienne sur les sociétés par actions
LFI	Loi sur la faillite et l'insolvabilité
LIR	Loi de l'impôt sur le revenu
L.R.C.	Lois révisées du Canada
L.R.Q.	Lois refondues du Québec
LVMO	Loi sur les valeurs mobilières de l'Ontario
LVMQ	Loi sur les valeurs mobilières du Québec
Man. R.	Manitoba Reports
Mich. L. Rev	Michigan Law Review
Miss. L.J.	Mississippi Law Journal
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotations
N.C.B.C	North Carolina Business Court
N.S.S.C.	Nova Scotia Supreme Court
NVGR	Normes de vérification généralement reconnues
N.Y.S.	New-York State
NYSE	New York Stock Exchange
OBCA	Ontario Business Corporation Act
OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques
O.J.	Ontario Judgments (Quicklaw)
O.L.R.	Ontario Law Reports
OMERS	Ontario Municipal Employees Retirement System
Ont. C.A.	Ontario Court of Appeal
Ont. C.J.	Ontario Court of Justice
Ont. Gen. Div.	Ontario General Division Court
Ont. H.C.J.	Ontario High Court of Justice
Ont. S.C.	Ontario Superior Court
Ont. S.C.J.	Ontario Supreme Court of Justice
OPA	Offre publique d'achat
OPR	Offre publique de rachat
O.R.	Ontario Reports
OSC	Ontario Securities Commission
O.S.C.B.	Ontario Securities Commission Bulletin
Osgoode Hall L.J.	Osgoode Hall Law Journal
Ottawa L. Rev.	Ottawa Law Review
P.C.	Judicial Committee of the Privy Council
PCGR	Principes comptables généralement reconnus
RAC	Règle de l'appréciation commerciale
R.C.S.	Recueil des arrêts de la Cour suprême du Canada
R.D. McGill	Revue de droit de McGill
R. du B.	Revue du Barreau

R. du B. can.	Revue du Barreau canadien
R. du N.	Revue du Notariat
Rev. can. d'écon.	Revue canadienne d'économie
R.J.Q.	Recueils de jurisprudence du Québec
R.J.T.	Revue juridique Thémis
RREO	Régime de retraite des enseignants de l'Ontario
R.R.Q.	Règlements refondus du Québec
R.S.O.	Regulations, Statutory and Orders
RVMQ	Règlement sur les valeurs mobilière du Québec
Sask. C.A.	Saskatchewan Court of Appeal
Sask. Q.B.	Saskatchewan Queen Bench
Securities Act 1934	Securities Exchange Act of 1934
S.J.	Saskatchewan Judgments (Quicklaw)
SOX	Sarbanes-Oxley Act of 2002
Stan. L. Rev.	Standford Law Review
Suffolk U.L. Rev.	Suffolk University Law Review
Tulane L. Rev.	Tulane Law Review
U.C.L.A. L. Rev.	University of California Law Review
U. Miami L. Rev.	University of Miami Law Review
Vand. L. Rev.	Vanderbilt Law Review
W.L.R.	Western Law Reporter
Y.S.C.	Yukon Supreme Court

INTRODUCTION :

Dans notre société capitaliste, les vocables compagnie, corporation, entreprise, personne morale et sociétés par actions font partie du vocabulaire général. Que ce soit l'entreprise de construction que nous engageons pour nos rénovations, la compagnie qui vient réparer notre piscine, la société qui s'occupe de la gestion de nos placements en passant par notre concessionnaire automobile ou notre compagnie d'assurances, nous sommes constamment en relation avec des personnes morales. Elles font partie de notre vie de tous les jours. Leur omniprésence nous fait parfois croire qu'elles ont toujours existé. Par contre, l'exploitation de la compagnie en tant que véhicule pour exercer une activité commerciale est un phénomène relativement nouveau. Bien que les premiers balbutiements de l'entité corporative puissent remonter aussi loin qu'au XIII^e siècle¹, son origine s'amorce plutôt en Europe, au début du XIX^e siècle, avec l'avènement de la Révolution industrielle. À cette époque, l'effervescence industrielle, apportée notamment par l'apparition de la machine à vapeur appelle une recherche de plus en plus constante de nouveaux capitaux. Partant, les entreprises, afin de faciliter le financement de leur développement, décident de se structurer sous forme de société par actions. En contrepartie d'une participation dans la compagnie, les investisseurs, espérant faire des profits, cèdent leurs capitaux aux entrepreneurs afin que leurs entreprises puissent suivre leur processus d'expansion. C'est la naissance du capitalisme et de l'actionnariat tels que nous les connaissons.

La nature du capitalisme étant ce qu'elle est, certaines compagnies, considérant avoir atteint un niveau maximal de progression à l'interne et voyant un potentiel de synergie intéressant en jumelant leur entreprise avec celle de leurs concurrents, décident de maximiser leur profit en procédant à l'élimination progressive de leurs concurrents. Tout comme pour la théorie de Darwin sur l'évolution du développement des espèces, une « sélection naturelle » commence à s'introduire au sein des compagnies. L'entreprise stagnante qui est incapable de s'adapter à l'évolution de son environnement et qui n'est plus en mesure de générer des flux monétaires attrayants devient alors une proie pour les entreprises plus prospères. Ce faisant, les entreprises s'adaptent au capitalisme et un processus de « mutation corporative », par le biais

¹ En 1250, à Toulouse, en France, les titres d'une première compagnie sont négociés (la Société de Moulins de Bazacle).

d'acquisitions, s'installe. Dorénavant, une société qui est incapable de demeurer compétitive en s'ajustant aux variations du marché et en se renouvelant ne peut plus aspirer à « survivre » dans le monde corporatif.

Tout au long de cette « sélection corporative », certains actionnaires, de par leur position minoritaire dans la société par actions, commencent à dénoncer les injustices ayant cours à l'intérieur de l'entreprise. La règle de la majorité prévalant, ces derniers peuvent aisément être brimés, particulièrement dans un contexte transactionnel où l'appât du gain peut favoriser les abus. Le droit, en réponse à ces transformations, tente de rééquilibrer les droits au sein de l'actionnariat en instaurant certains mécanismes de protection pour les actionnaires minoritaires. C'est dans ce contexte de constante évolution que nous discuterons, dans le présent mémoire, des règles entourant le traitement des porteurs minoritaires de titres de sociétés par actions publiques. Ainsi, il ne sera pas question directement des sociétés par actions privées même si certains thèmes qui seront traités puissent également s'y appliquer².

Dans une perspective pratique et axée sur le droit transactionnel, nous nous proposons d'aborder ce sujet en 4 étapes. Dans un premier temps, nous nous arrêterons sur les divers mécanismes transactionnels dont dispose une société par actions publiques qui désire procéder à une opération de changement de contrôle. Ce faisant, nous examinerons autant les transactions structurées selon le droit des valeurs mobilières que celles organisées en vertu du droit des sociétés³. Ensuite, nous analyserons les enjeux entourant la protection des actionnaires minoritaires en nous attardant particulièrement sur les fondements théoriques et la problématique afférente aux iniquités au sein de l'actionnariat. Nous décortiquerons, par après, le Règlement Q-27 qui est, sans contredit, l'archétype de la volonté législative d'instaurer une équité à l'intérieur de l'actionnariat des sociétés par actions publiques. En terminant, nous approfondirons notre exposé sur le droit des actionnaires minoritaires en nous questionnant sur l'impact des règles de gouvernance et de l'activisme des investisseurs institutionnels sur la protection de leurs droits.

² Voir par exemple les sections 1.2 (transactions structurées selon le droit des sociétés) et 2.3 (la nécessité d'un cadre juridique au-delà du droit des sociétés). Les conflits entre l'actionnariat des sociétés fermées sont tout aussi présents. Il s'agit toutefois de conflits privés devant se prévoir et être résolus de d'autres manières, notamment, par l'entremise de convention d'actionnaires.

³ Voir l'annexe 1 pour constater la croissance actuelle dans le marché des fusions et acquisitions. Les deux premiers trimestres de l'année 2006 illustrent également cette effervescence du marché.

1. LES MÉCANISMES TRANSACTIONNELS⁴

1.1. Les transactions structurées selon le droit des valeurs mobilières : les offres publiques⁵

1.1.1. Qu'est ce qu'une offre publique?

Le Titre IV de la *Loi sur les valeurs mobilières* (ci-après « LVMQ »)⁶ encadre tout le processus des offres publiques. Il définit la notion d'offre publique d'achat (ci-après « OPA ») de la manière suivante à l'article 110 LVMQ⁷ :

⁴ Cette partie du mémoire est à jour en date du 17 mai 2006. Dans la présente partie, nous ne discuterons pas des considérations fiscales qui, à bien des égards, peuvent moduler le choix du mécanisme transactionnel. Bien que ces questions puissent être fortes intéressantes, leur complexité jumelée à la spécificité toute particulière de ce domaine nous pousse à guider le lecteur vers certains ouvrages spécialisés : T. Edgar & D. Sander, *Materials on Canadian Income Tax*, 13^e éd., Toronto, Carswell, 2005, P. W. Hogg & J. E. Magee, *Principles of Canadian Income Tax Law*, 5^e éd., Toronto, Carswell, 2005 et V. Krishna, *The Fundamentals of Canadian Income Tax*, 8^e éd., Toronto, Carswell, 2004. Par ailleurs, nous n'aborderons pas, par souci de concision, les questions touchant la *Loi sur la concurrence*, L.R.C. 1985, c. C-34 et la *Loi sur investissement Canada*, L.R.C. 1985 (1^{er} supp.), c. 28 malgré le fait que plusieurs transactions demandent qu'une attention particulière y soit apportée. Le lecteur qui veut s'instruire sur le droit de la concurrence peut se référer à Y. Bériault, M. Renaud & Y. Comtois, *Le droit de la concurrence au Canada*, Toronto, Carswell, 1999. Pour une analyse comparative des avantages et désavantages des divers mécanismes transactionnels, voir l'annexe 2. Finalement, pour une vision sommaire qui circonscrit les mécanismes transactionnels (à l'exception de la réorganisation), voir J.-P. Bisnaire, « Planning a Public Merger », dans *The 6th Queen's Annual Business Law Symposium*, Toronto, Carswell, 1999, 1.

⁵ Dans la présente section, nous tiendrons compte et, soulèverons au passage, les modifications proposées par le *Projet de Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat*, (2006) 3 B.A.M.F. N^o 17 (28 avril 2006) (ci-après « Règlement 62-104 »). Le Règlement 62-104 vise à harmoniser la plupart des obligations et restrictions régissant les offres publiques d'achat et de rachat et le système d'alerte connexe dans l'ensemble du Canada, y compris les quatre territoires qui ne règlementent pas les offres publiques à l'heure actuelle. Malgré le fait que le droit des valeurs mobilières soit de droit provincial en vertu de la compétence dans le domaine de la propriété et des droits civils édicté à l'article 92(13) de la *Loi constitutionnelle de 1867*, il faut noter que l'ensemble du droit entourant les OPA au Canada est sensiblement le même et prend sa source dans le *Report of Attorney General's Committee on Securities Legislation in Ontario* de 1965, mieux connu sous le nom du Rapport Kimber. Dans un objectif pratique, nous référerons alors, lorsque cela est possible, aux dispositions analogues du *Securities Act*, R.S.O. 1990, c. S.5 (ci-après « LVMO »).

⁶ *Loi sur les valeurs mobilières*, L.R.Q. c. V-1.1, aux articles 110 à 147.23 LVMQ. Dès que l'offre publique vise au moins un porteur qui est rattaché au Québec, la transaction sera soumise au Titre IV en vertu de l'article 113 LVMQ. Toutefois, tel qu'énoncé dans C. Turcotte, *Le droit des valeurs mobilières*, 1^{ère} éd., Cowansville (Qc.), Yvon Blais, 2005 à la p. 303, « lorsque tous les actionnaires d'une juridiction renoncent aux droits qui leurs sont accordés dans le contexte d'offres publiques, une dispense peut être obtenue. Voir à ce sujet *Groupe CGI Inc.* (2003) 34 B.C.V.M.Q. N^o 10. Il en est de même si l'OPA est soumise aux règles d'une autorité jugée équivalente en vertu de l'article 121 LVMQ, *infra* note 53. *Infra* section 1.1.4 pour une analyse des dispenses du régime des OPA.

⁷ Quant à elle, l'offre publique de rachat (ci après « OPR »), c'est-à-dire un émetteur qui acquière ses propres titres, est régie par un régime « quasi autonome » prévu aux articles 147.19 à 147.23 LVMQ faisant, à l'occasion, référence aux autres dispositions du Titre IV. Notons que le régime des OPR n'est pas assujéti à un seuil de déclenchement comme celui des OPA. Selon l'article 1.1 du Règlement 62-104, certaines opérations seront exemptes d'emblée de la définition d'OPR. Voir également l'article 93(3) LVMO.

Celui qui se propose d'acquérir contre espèce des titres d'une société de façon à prendre ou renforcer une participation égale ou supérieure à 20 % dans une catégorie de titres comportant droit de vote procède par offre publique d'achat⁸.

Tout d'abord, avant d'aborder la comptabilisation du pourcentage requis aux fins de l'article 110 LVMQ, tout praticien en valeur mobilière doit toujours garder à l'esprit, comme l'énonçait la Cour suprême dans l'affaire *Pacific Coast Coin Exchange of Canada Ltd.*⁹, que la LVMQ, à titre de législation protectrice¹⁰, appelle une interprétation large. Ensuite, il faut prendre note que le régime des OPA n'est pas limité aux compagnies malgré la traduction anglaise de l'article 110 LVMQ utilisant le vocable « company » et qu'il s'applique ainsi tout aussi bien aux sociétés en commandite qu'aux fiducies de revenu¹¹. En outre, l'intention de

⁸ L'article 1.1 du Règlement 62-104 prévoit que le terme « contre espèce » sera enlevé ce qui permettra d'appliquer également cette définition à la notion d'offre publique d'échange. Par le fait même, la définition actuelle d'offre publique d'échange de l'article 118 LVMQ disparaîtra. Ainsi, nous utiliserons dans ce texte le terme OPA pour englober à la fois les offres publiques d'achat et les offres publiques d'échange. Il y aura aussi ajout du terme « en circulation » pour circonscrire les titres visés. Voir également l'article 89(1) LVMQ. Bien que le présent texte n'ait pas la prétention de se vouloir une analyse comparative avec le droit américain, il est intéressant de noter que la notion de « tender offer », le pendant américain de notre concept d'OPA, n'est pas définie dans le *Securities Exchange Act of 1934*, 15 U.S.C. 78a (ci-après « Securities Act 1934 ») Voir les articles 14(d)-(f) du Securities Act 1934, . Le concept de « tender offer » est plutôt déterminé à partir d'un test jurisprudentiel établi dans l'affaire *Wellman c. Dickinson*, 475 F. Supp. 783 (S.D.N.Y. 1979). Pour en savoir plus sur ce sujet, nous référons le lecteur à Soderquist L. D., *Understanding the Securities Laws*, (4^{ed}), New York : Practising Law Institute, 2004. Finalement, pour une étude générale sur les opérations de changement de contrôle en territoire américain, voir Y.P. Quintin, « Les fusions-acquisitions aux USA », 1^{ère} éd., Cowansville (Qc.), Yvon Blais, 2005.

⁹ *Pacific Coast Coin Exchange c. Commission des valeurs mobilières de l'Ontario*, [1978] 2 R.C.S. 112.

¹⁰ En effet, l'article 276 (2) LVMQ déclare que la mission de l'Autorité des marchés financiers (ci-après « AMF »), le successeur de la Commission des valeurs mobilières du Québec depuis le 1^{er} février 2004, est notamment « d'assurer la protection des épargnants contre les pratiques déloyales, abusives et frauduleuses ». Dans cette même optique, l'affaire *Cineplex Odéon Corporation*, décision N^o 89-C-0149, (1989) 20 B.C.V.M.Q. à la p. 4, affirme que, bien que la réglementation des OPA ait évolué considérablement au cours des années, elle s'appuie toujours sur trois principes principaux, à savoir : 1) l'égalité de traitement des actionnaires de la société visée, 2) l'information adéquate aux porteurs de la société visée, 3) des délais raisonnables pour qu'ils puissent prendre une décision réfléchie. Il est intéressant de noter ici que, malgré le fait que la législation entourant les valeurs mobilières ait pour principale finalité la protection des acheteurs (ex. : le régime des prospectus et celui des obligations d'informations continues), le régime des OPA, quant à lui, a plutôt comme objectif la protection des vendeurs.

¹¹ Voir l'article 6 LVMQ. De plus en plus d'entreprises canadiennes décident de se structurer sous forme de fiducies de revenu pour des raisons essentiellement d'ordre fiscal. Dans son plus simple élément, une fiducie de revenu est un véhicule selon lequel un fiduciaire détient des biens au profit d'autres personnes, les bénéficiaires. Partant, elle investit dans des actifs qui lui procurent, de même qu'à ses bénéficiaires, un rendement fondé sur les flux de trésorerie d'une entreprise sous-jacente. Ce rendement découle généralement de l'acquisition, par la fiducie, de titres de participation et de créance, de droits de redevances ou de divers autres actifs. Malgré le fait que la fiducie de revenu trouve son origine au Canada au milieu des années 1980, le recours à ce type de structure corporative deviendra de plus en plus populaire en 1994 lorsque la *Loi de l'impôt sur le revenu*, L.R.C. 1985 (5^e supp.), c. 1. (ci-après « LIR ») sera modifiée pour faciliter la qualification de ces fiducies en tant que fiducies de fonds commun de placement. Toutefois, bien que les fiducies de revenu aient fait leur entrée récemment dans le paysage transactionnel canadien, nous n'en discuterons pas directement lors du présent mémoire. Pour un énoncé général sur le concept de fiducie de revenu, voir le document préparé par le gouvernement fédéral et intitulé « Questions fiscales et autres liées aux entités intermédiaires cotées en bourse » : http://www.fin.gc.ca/activty/pubs/flwthruent_f.pdf (page consultée le 16 juin 2006 à 14h15). Pour un article sur l'effervescence du marché des fiducies de revenu, voir Jeff Buckstein, « Income Trusts : This may be only the beginning », *Globe & Mail*, 29 juin 2006.

l'initiateur de faire une OPA n'est pas suffisante sans qu'une acquisition ait effectivement lieu¹². Il est de même intéressant de constater que le mécanisme des OPA s'applique seulement aux transactions dans le marché secondaire¹³. Par ailleurs, bien qu'une offre d'achat restreinte¹⁴ ne soit pas assujettie au Titre IV, l'AMF a tout de même jugé à propos d'encadrer, sur le plan administratif, de telles transactions¹⁵.

Afin de déterminer le pourcentage requis de 20 % donnant ouverture au régime des OPA, il faut ajouter aux titres déjà détenus ou contrôlés par l'initiateur ceux de ses alliés¹⁶ et prendre en compte les titres convertibles (ex : options d'achat d'actions, débentures convertibles, etc.) de la catégorie¹⁷ visée dans les 60 jours suivant l'OPA¹⁸. Par ailleurs, les actions ne comportant pas de droit de vote sont aussi visées par le régime des OPA si elles participent, sans restriction, au bénéfice et au partage en cas de liquidation en autant qu'elles soient négociées sur un marché organisé¹⁹. Finalement, une acquisition indirecte peut également enclencher le processus des OPA²⁰.

¹² Tel que démontré dans Dominic Paradis, « Le régime des offres publiques : développements récents et position du personnel de la Commission », Service de la formation permanente, Barreau du Québec, *Développements récents sur les valeurs mobilières*, Cowansville, Yvon Blais, 2002, 139, p. 145, l'AMF revient sur sa position antérieure en disant que l'intention de l'initiateur n'a pas pour impact de déclencher une OPA.

¹³ *Re Trizec Equities Limited and Bermalea Limited*, (1984) 7 O.S.C.B. 2033.

¹⁴ Par offre d'achat restreinte, l'AMF entend une offre diffusée sur une grande échelle qui vise à acheter les actions d'une société ouverte moyennant un prix inférieur au cours du marché. Ce qui distingue ce type d'offre d'une OPA au Canada, c'est qu'elle ne vise en général qu'un pourcentage infime des actions en circulation d'une société ouverte et, dans tous les cas, beaucoup moins que 20 % de ces actions. Certains porteurs, n'ayant pas des lots réguliers (c'est-à-dire 100 actions valant plus de 1,00 \$, 500 actions valant entre 0,10 et 1,00 \$ ou 1 000 actions valant moins de 0,10 \$), seraient alors tentés de vendre leurs titres afin de ne pas payer aux courtiers les commissions relatives à la vente.

¹⁵ *Avis 61-301 du personnel des autorités canadiennes en valeurs mobilières - Lignes directrices du personnel quant aux offres d'achat restreintes*, (1999) 30 B.C.V.M.Q. N° 36. L'AMF avance alors la possibilité que certains porteurs non sophistiqués assimilent cette pratique à une OPA réelle et leur recommande de considérer ces offres avec vigilance.

¹⁶ 111 LVMQ, 90(1)(2) et 91(1) LVMO. Le Règlement 62-104 prévoit les modifications suivantes à l'article 111 LVMQ : la participation de l'initiateur sera calculée en fonction de la propriété véritable ou de l'emprise sur les titres et il devra y avoir prise en compte des titres détenus par des personnes agissant de concert avec l'initiateur (article 1.1); d'une part, la présomption réfutable d'agir de concert lorsqu'une personne conclut avec l'initiateur une convention pour acquérir des titres ou exercer les droits de vote deviendra une présomption irréfutable (article 1.7(2)), d'autre part, la présomption irréfutable d'agir de concert avec des alliés (*infra*, note 482) deviendra une présomption réfutable (article 1.7(3)).

¹⁷ En vertu de l'article 117 LVMQ, les titres regroupés en série sont apparentés aux titres répartis sous forme de catégories.

¹⁸ 112 LVMQ, 89(3) et 90(1) LVMO.

¹⁹ 115 LVMQ.

²⁰ 114 LVMQ, 92 LVMO.

1.1.2. Types d'offres publiques d'achat :

L'OPA peut être amicale ou hostile²¹. D'une part, l'OPA sera dite amicale lorsqu'elle est négociée avec la société visée et qu'elle a reçu l'approbation des dirigeants et du conseil d'administration de la société cible²². D'autre part, l'OPA sera considérée comme hostile si elle survient sans l'aval de la société visée ou suite à des négociations préalables infructueuses entre les deux entreprises²³. Bien que la majorité des transactions structurées selon le droit des valeurs mobilières le soit sous forme d'OPA négociée, nous observons depuis les dernières années dans le marché canadien des fusions & acquisitions une tendance de plus en plus marquée vers le mécanisme des offres hostiles²⁴. Mais quels sont les facteurs qui peuvent inciter un émetteur à faire une offre non sollicitée²⁵? Évidemment, dès qu'une entreprise n'est pas disposée à négocier une offre potentielle, la seule solution est l'offre hostile. Il s'agit ainsi du seul mécanisme transactionnel viable pour ce type d'opération. Il est difficile de concevoir que la société cible sera encline, dans un tel contexte, à tenir une assemblée de ses actionnaires pour entériner le changement de contrôle²⁶! Toutefois, au-delà de la volonté de la compagnie cible de procéder à la transaction, certains éléments

²¹ On utilise aussi les termes sollicitée et non sollicitée.

²² Bien que nous n'analysions pas cette question directement dans cette section du présent mémoire (*supra*, section 4.2), nous voulons simplement informer le lecteur que l'initiateur potentiel qui ne désire pas débiter une OPA peut plutôt enclencher une bataille de procurations avec pour objectif d'influencer la composition du conseil d'administration d'une compagnie. À titre d'exemple, on peut penser à la « croisade » entreprise en 2005 par Carl C. Icahn contre le géant des médias, Time Warner Inc. qui, notamment, aspire à ce que la société soit plus proactive face à son secteur d'activité en consolidation.

²³ Les divers intervenants en fusions & acquisitions décrivent alors ce volte-face avec le terme coloré et non moins évocateur de « bear hug ». Qu'il y ait eu ou non des négociations au préalable, l'offre hostile sera généralement précédée d'un simple appel de courtoisie au chef de la direction de la société cible.

²⁴ On pense notamment aux OPA suivantes en 2004 : Cœur d'Alene Mines Corp. sur Wheaton River Minerals Ltd.; Glamis Gold Ltd. sur Gold Corp. Inc.; Golden Star Resources Ltd. sur Iamgold Corporation; Telus Corporation sur Microcell Telecommunications Inc. En 2005 : Harmony Gold Mining Co. Ltd. sur Gold Fields Limited; Constellation Brands Inc. sur Vincer International Inc.; Companhia Vale do Rio Doce sur Canico Resource Corp.; Livingston International Income Fund sur PBB Global Logistics Income Fund (première OPA hostile sur une fiducie de revenu au Canada); CI Financial Inc. sur Clarington Corp.; Barrick Gold Corporation sur Placer Dome Inc.; Maple Leaf Heritage investments (Jerry Zucker) sur La Compagnie de la Baie d'Hudson. En 2006 : Arcelor S.A. sur Dofasco Inc.; Icahn Partners LP et Icahn Partners Master Fund LP (Carl Icahn) sur Fairmont Hotels & Resorts Inc.; Agrium Inc. sur Royster Clark Ltd.; Sear Holdings Corporation sur Sears Canada Inc.; Algonquin Power Income Fund sur Airsource Power Fund I LP; Petro-Canada sur Canada Southern Petroleum Ltd.; Pearl Exploration and Production Ltd. sur Signal Energy Inc; Teck Cominco Limited sur Inco Limited; Xstrata Plc. sur Falconbridge Limited. Finalement, selon la firme d'avocats Torys LLP, environ 70 OPA hostiles auraient eu lieu au Canada lors des 7 dernières années : <http://www.torys.com/publications/pdf/MAB2006-1.pdf> (page consultée le 17 mai 2006 à 18h40).

²⁵ Pour une illustration des étapes possibles d'une OPA hostile, nous invitons le lecteur à consulter C. C. Nicholls, *Corporate Finance and Canadian Law*, Toronto, Carswell, 2000, aux pp. 336 à 339. Pour ce qui est du calendrier général pour une opération de changement de contrôle négociées, voir l'annexe 3.

²⁶ Voir les sections 1.2 et 1.3. Par contre, une « bataille de procurations » peut s'avérer une alternative possible, c'est-à-dire que, dans la mesure où un offrant potentiel détient 5 % du capital-actions de la cible, il peut requérir une assemblée des actionnaires de la société visée pour y soumettre toutes questions. Par exemple, une proposition d'élire de nouveaux administrateurs « ouverts » à une transaction amicale pourrait être envisagée (*supra* note 22 et *infra* note 84).

favorisent la venue d'une offre non sollicitée²⁷. Dans un premier temps, l'effet de surprise causé par l'OPA hostile peut être une tactique recherchée par l'offrant. Il peut aussi s'agir d'une stratégie ne visant pas nécessairement l'acquisition de la compagnie cible mais plutôt un geste ayant pour objectif de servir de catalyseur à une enchère sur l'entreprise ou bien dans l'optique de favoriser une consolidation dans un secteur particulier²⁸. Ensuite, l'offrant hostile doit évaluer si l'information publique sur la compagnie cible est suffisante afin de « bâtir » une offre valable²⁹. On verra plus fréquemment des OPA non sollicitées sur des compagnies oeuvrant dans le secteur des ressources naturelles³⁰ en raison du fait que leur principal actif, c'est-à-dire leurs réserves en minéraux ou en combustibles, est divulgué sur les diverses banques de données sur les sociétés par actions publiques³¹. À l'inverse, il est moins fréquent de voir des OPA hostiles dans le secteur des technologies compte tenu du fait que, notamment, les actifs sont souvent intangibles et que plusieurs informations primordiales sur la poursuite des opérations de l'entreprise ne sont pas accessibles publiquement. De plus, dans ce même secteur technologique, il est fréquent que l'offrant désire conserver le personnel de gestion, ressource vitale de l'entreprise, au sein de la compagnie cible ce qui est plutôt improbable dans le cadre d'une OPA n'ayant pas l'assentiment de cette même compagnie! Par ailleurs, le profil de l'actionnariat de la société cible est un autre élément important à considérer lors du choix du type d'OPA. En effet, si l'actionnariat est concentré³² et que la compagnie compte un actionnaire de contrôle, celle-ci bénéficie d'une protection « naturelle » et

²⁷ Notons que l'encadrement législatif canadien des mesures défensives (voir section 1.1.6), notamment en raison du « flou législatif » entourant la défense de « just say no » et de la conceptualisation canadienne du régime de droits, rend l'environnement canadien plus propice aux OPA hostiles que celui des États-Unis. Pour une analyse de l'efficacité économique des OPA hostiles en droit américain, voir Edward S. Herman & Louis Lowenstein, « The Efficiency Effects of Hostile Takeovers » http://www.law.columbia.edu/center_program/law_economics/wp_listing_1/wp_listing/11_20?exclusive=filemgr.download&file_id=6446&rtcontentdisposition=filename%3DWorking%20Paper%20No.020.pdf (page consultée le 17 mai 2006 à 20h15).

²⁸ Par exemple, lors de l'OPA hostile de Telus Corporation (ci-après « Telus ») sur Microcell Telecommunications Inc. (ci-après « Microcell ») en mai 2004, certains initiés du marché des fusions & acquisitions avaient vu en cette OPA une tactique ayant pour principale finalité « l'élimination » de Microcell qui s'était introduit avec succès, à l'aide de son plan de services cité Fido, dans le marché du sans-fil de Vancouver, fief de Telus. La conclusion de cette transaction par l'achat de Microcell par Rogers Wireless Inc. donna peut-être raison à Telus d'avoir mis Microcell en jeu de façon intempestive? Plus récemment, l'OPA de Carl C. Icahn sur Fairmont Hotels & Resorts Inc. (ci-après « Fairmont ») est un autre exemple d'une tactique qui n'avait pas comme finalité l'achat par l'offrant de la compagnie cible. En effet, Carl C. Icahn avait dit ouvertement dans les médias que l'actionnariat de Fairmont bénéficierait des économies d'échelle créées si l'entreprise était acquise par un joueur majeur de l'industrie hôtelière et que, le cas échéant, il serait disposé à favoriser une telle transaction. Finalement, cette transaction convoitée par Carl C. Icahn aura lieu et Fairmont sera vendu le 11 mai 2006 à un groupe d'acheteurs composé de Kingdom Hotels International Ltd. et de la firme d'investissements privés Colony Capital LLC.

²⁹ En pratique, l'offrant hostile se laissera, en général, une marge de manœuvre aux alentours de 0,25 à 1,00 \$ pour pouvoir augmenter son offre et ainsi tenter d'obtenir ultimement le support de la compagnie cible.

³⁰ *Supra* note 24.

³¹ Au Canada : <http://www.sedar.com>, <http://www.sedi.ca> et pour des recherches sur des compagnies américaines : <http://www.gsonline.com>.

³² *Infra* section 2.1.3 où nous discuterons des notions d'actionnariat dispersé et concentré.

l'OPA hostile doit alors vraisemblablement céder le pas à une OPA amicale³³. Ainsi, l'offrant doit savoir que l'OPA hostile peut être une entreprise risquée et que, bien qu'une transaction de changement de contrôle ait souvent lieu en définitive, il n'y a aucune garantie de succès pour l'offrant hostile initial. Quant à la cible de l'OPA hostile, elle peut, comme nous le verrons, se prémunir, par des mécanismes de défense³⁴, contre une attaque de sa « stabilité corporative ». Il peut aussi être prudent pour toute entreprise pouvant potentiellement être la cible d'une OPA non sollicitée de préparer (et de mettre à jour!) un recueil détaillant les actions à prendre en cas d'OPA hostile³⁵. Ainsi, la compagnie est moins prise au dépourvue et est plus en mesure d'agir de manière diligente et efficace³⁶.

1.1.3. Le principe de l'égalité de traitement et les règles d'intégration :

L'égalité de traitement entre tous les porteurs est l'une des assises fondamentales du droit des OPA³⁷. L'article 145 LVMQ énonce ce principe de la façon suivante³⁸ :

L'initiateur et ses alliés doivent offrir les mêmes conditions à tous les porteurs de titres de la catégorie sur laquelle porte l'offre. Toute convention qui aurait pour effet de créer une inégalité entre les porteurs est interdite tant à l'initiateur qu'à ses alliés.

³³ Prenons l'exemple de Junex Inc., une société qui fait de l'exploration pétrolière dans le bassin géologique des Appalaches au Québec. Ses deux actionnaires principaux détiennent ensemble 37 % de l'ensemble des capital-actions de la compagnie ce qui, à toute fin pratique, empêche une éventuelle privatisation de l'entreprise dans le cadre d'une OPA hostile. Il en est de même pour Canadian Tire Corporation dont la fille du fondateur, Martha Billes, détient 61,4 % des votes. Voir la section 1.3.2 pour une illustration des différents procédés pour privatiser une société.

³⁴ *Infra* section 1.1.6.

³⁵ En pratique, on parle communément de « take-over bid book ». Notons également, qu'à bien des égards, une compagnie cherchera plutôt à tirer partie d'une enchère contrôlée plutôt que de se faire « contrôler » par une offre hostile. Voir à ce sujet un article de Stewart Sutcliffe, « *Making a controlled auction work for you* » : http://www.stikeman.com/newslett/M&A_Controlled%20Auction_05.pdf (page consultée le 24 mai 2006 à 15h35).

³⁶ À titre indicatif, voici les éléments qui se retrouvent généralement dans ce type de recueil : un énoncé sur les devoirs des administrateurs face à une OPA hostile, un régime de droits (*infra* section 1.1.6.1(1)), les parties potentiellement intéressées à acheter l'entreprise, une ligne du temps explicitant la chronologie d'une OPA (voir l'annexe 4), un graphique démontrant les tendances récentes du cours de l'action, la position des analystes sur le titre, un inventaire des documents de la compagnie, des communiqués de presse préparés à l'avance (un pour l'acceptation de l'offre, un pour le rejet et un autre disant que l'offre sera analysée), une entente de confidentialité (*infra* section 1.1.5) permettant de donner un accès rapide à une salle de documentation le cas échéant et, finalement, des exemples de transactions récentes.

³⁷ Une suite logique de ce principe est que, en cas de surenchère, l'initiateur doit payer le prix majoré même pour les titres déjà déposés (146 LVMQ et 97(3) LVMO). Par ailleurs, en raison de ce principe, une « adjudication hollandaise », communément appelée un « dutch auction » c'est-à-dire, une OPA où le prix diminue au fur et à mesure que le nombre de titres déposés augmente, ne peut pas trouver application.

³⁸ Bien que les décisions entourant cet article soient légion, nous vous référons, pour une analyse sommaire, aux décisions suivantes : *Rogers Communications Inc.*, (2005) 2 B.A.M.F. N° 4 (droit de rachat accordé auprès de détenteurs d'options), *TVA Acquisition Inc.*, (2000) 31 B.C.V.M.Q. N° 21 (raisons d'ordre fiscal), *Airline Industry Revitalization Co Inc.*, *Canadian Airlines Corporation*, *Air Canada* et *Onex Corporation*, (1999) 30 B.C.V.M.Q. N° 41 (contrepartie différente pour des porteurs américains afin de respecter la législation américaine).

L'Autorité a le pouvoir d'autoriser l'initiateur à conclure une convention avec l'un des porteurs de titres qui font l'objet de l'offre lorsqu'elle juge que la convention repose sur d'autres motifs que celui d'augmenter la contrepartie versée à ce porteur³⁹.

Nous empruntons les paroles de Dominic Paradis qui, au nom de l'AMF, décrivait, de manière on ne peut plus claire, ce qu'est l'essence même de l'article 145 LVMQ :

[...] L'article 145 de la Loi vise à assurer à tous les actionnaires de l'émetteur une chance égale de profiter des opérations de prise de contrôle de l'entreprise, en garantissant qu'aucun actionnaire ou groupe d'actionnaires ne pourra s'approprier une valeur supérieure devant être versée dans le cadre d'un changement de contrôle, à l'exclusion et au détriment des autres actionnaires. Autrement dit, cette prohibition vise à éviter qu'une prime soit versée à certains porteurs « privilégiés » pour les inciter à déposer leurs titres dans le cadre d'une offre⁴⁰.

Toutefois, comme le prévoit le deuxième alinéa de l'article 145 LVMQ, il est possible de déroger au principe de l'égalité de traitement avec une autorisation expresse de l'AMF. Ce type de demande aura généralement lieu dans le cas où une entreprise acquéreur désire conserver à ses côtés certains dirigeants de la société cible afin de faciliter la transition et l'intégration des deux compagnies. Dans cette optique, les modifications proposées au Règlement 62-104⁴¹ viendront clarifier la position de l'AMF en prévoyant les conditions spécifiques de validité de ces conventions accessoires⁴². Il faut également être conscient que, malgré le fait qu'il y ait respect de l'article 145 LVMQ ou de toutes autres dispositions de la LVMQ, une épée de Damoclès reste en permanence suspendue au dessus de l'émetteur. En effet, l'AMF peut en tout temps utiliser son large pouvoir d'intervention dans l'intérêt public⁴³ pour freiner toutes transactions⁴⁴.

³⁹ Le Règlement 62-104 vient modifier de manière substantielle le deuxième alinéa de l'article 145 LVMQ en y édictant explicitement les conditions requises afin de bénéficier d'une dispense de la règle du traitement équitable (article 2.22). Voir article 97(1) LVMO.

⁴⁰ *Supra* note 12 à la p. 158. Voir également *Institut Mérieux S.A.*, (1988) 19 B.C.V.M.Q. № 24.

⁴¹ *Supra* note 5.

⁴² *Supra* note 39. Pour ce faire, il y aura, en pratique, consultation de firmes spécialisées en rémunération qui viendront émettre une opinion à l'effet que l'augmentation du salaire d'un dirigeant, par exemple, respecte les règles du marché.

⁴³ 265, 316 LVMQ et 127(1)(2) LVMO. Par exemple, un stratagème de « greenmail », déjà utilisé dans le passé aux États-Unis, c'est-à-dire une tactique visant à prendre une position dans une compagnie sujette à une OPA hostile dans l'optique de la forcer à racheter ses titres avec une forte prime pour se protéger d'une éventuelle OPA non sollicitée, serait, de toute évidence, bloquée en se basant sur la notion d'ordre public.

⁴⁴ *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, *In Re H.E.R.O Industries Ltd.*, (1990) 13 O.S.C.B. 3775, *Re Mithras Management Ltd.*, (1990) 13 O.S.C.B. 1600, *Offre publique d'achat de CTC Dealer Holdings Ltd. sur les actions ordinaires de Société Canadian Tire Ltée.*, (1987) 18 B.C.V.M.Q. № 14.

À ce principe général d'égalité de traitement se joint une trilogie de règles renforçant dans le temps le caractère équitable des achats entourant le processus de l'OPA. Tout d'abord, l'article 142.1 LVMQ⁴⁵ prévoit une règle de pré-intégration ayant pour objectif que l'initiateur de l'OPA octroie des conditions au moins équivalentes à toutes offres qu'il aurait faites dans les 90 jours précédant le début de l'OPA. Ainsi, le législateur ferme la porte à toute forme de favoritisme déguisé antérieur à l'OPA. Ensuite, à compter de l'annonce de l'OPA et ce, jusqu'à sa clôture, l'initiateur et ses alliés peuvent acquérir des titres seulement selon les termes de l'offre⁴⁶. Ainsi, un offrant ne pourrait pas favoriser le dépôt des actions de certains porteurs en leur accordant un avantage sur les autres détenteurs de titres. Ce principe appelle toutefois, à l'article 142 LVMQ⁴⁷, une exception. En effet, si l'initiateur édicte dans la note d'information⁴⁸ qu'il entend acquérir en bourse à compter du troisième jour ouvrable suivant le lancement de l'offre des titres jusqu'à concurrence d'un plafond de 5 %, il pourra procéder à l'achat en marge de l'OPA⁴⁹. Il devra par contre dévoiler sur une base quotidienne ses achats à la clôture des marchés par l'entremise d'un communiqué de presse. Finalement, et ce, peu importe le résultat final de l'OPA, l'article 144 LVMQ⁵⁰ prévoit que l'initiateur, ses alliés, le porteur possédant plus de 20 % des titres avec droit de vote ainsi que les personnes avec qui ce porteur a des liens et les sociétés du même groupe que lui ne peuvent, durant les 20 jours ouvrables suivant la fermeture de l'offre, faire l'acquisition de titres de la société cible à des conditions différentes de celles de l'OPA⁵¹.

⁴⁵ Le Règlement 62-104 modifie quelque peu cette disposition en disant que les titres acquis lors d'une émission ne sont pas touchés par cette règle (article 2.4(1)(2)). Voir article 94(5) LVMO.

⁴⁶ 141 LVMQ et 94(2) LVMO. Le Règlement 62-104 ne change pas l'esprit de cette disposition. Toutefois, il reconnaît la légalité des conventions de soutien (*infra* section 1.1.5) malgré l'interdiction de conclure des conventions différentes de l'offre (article 2.2).

⁴⁷ 94(3) LVMO.

⁴⁸ *Infra* section 1.1.5.

⁴⁹ Notons que la décision *Re Chapters Inc. and Trilogy Retail Enterprises L.P.*, (2001) 24 O.S.C.B. 1663 avance qu'il est permis d'offrir un traitement différent de celui établi dans l'OPA lors de ces achats en bourse.

⁵⁰ 94(6) LVMO.

⁵¹ Notons également, qu'en vertu de l'article 143 LVMQ, l'initiateur et ses alliés (*infra*, note 482) ne peuvent vendre des titres à compter de l'annonce de l'offre jusqu'à sa clôture. Article 94(8) LVMO.

1.1.4. Les dispenses⁵² :

1.1.4.1. Offres publiques d'achat :

En vertu de certaines dispositions du Titre IV, il est possible de dépasser le seuil de 20 % de l'article 110 LVMQ sans donner ouverture aux mécanismes contraignant des OPA. Bien qu'il existe cinq dispenses, nous analyserons, dans une optique pratique et par souci d'efficacité, les deux dispenses les plus souvent utilisées⁵³. D'une part, l'article 120 LVMQ⁵⁴, dispense l'offre faite sur une Bourse⁵⁵ conformément aux règles de cette bourse. En vertu de la définition « d'achat dans le cours normal des activités » prévue à l'article 6-101 de l'annexe F du Guide à l'intention des sociétés de la TSX (ci-après « Guide TSX »)⁵⁶, l'acquisition est dispensée si elle vise l'achat, avec ses alliés, d'un maximum de 5 % des titres sur toute période de 12 mois⁵⁷.

⁵² Les dispenses du Titre IV constituent un régime d'exception et, tel que démontré dans l'affaire *Cineplex Odéon* (*supra* note 10), doivent s'interpréter de façon restrictive.

⁵³ Les trois dispenses suivantes ne feront pas l'objet d'une analyse : 1) l'article 119 LVMQ (93(4) LVMO) prévoit que l'OPA faite par l'intermédiaire d'une bourse reconnue par l'AMF conformément aux règles de cette bourse est dispensée (*infra* note 56). Cette alternative n'est pas vraiment utilisée notamment en raison du fait qu'elle n'offre plus les mêmes avantages de rapidité d'exécution qu'auparavant, qu'un avis doit être transmis à la bourse avant que l'offre puisse débiter, que le retrait de l'offre est difficile et que la contrepartie payée pour le dépôt des titres ne peut être qu'en espèce. D'ailleurs, il a déjà été question que ce type d'OPA ne soit plus permis éventuellement; 2) l'article 121 LVMQ (93(1)e) LVMO édicte que l'OPA faite selon des règles considérées par l'AMF comme « équivalentes » à celles de la LVMQ (v.g. l'Ontario, la Colombie-Britannique, la Grande-Bretagne et la Securities and Exchange Commission aux États-Unis) (ci-après « SEC ») est dispensée s'il y a moins de 50 porteurs au Québec qui détiennent ensemble moins de 2 % des titres de la catégorie visée et que ceux-ci reçoivent tous les documents prévus par la loi applicable tout en étant traités de la même manière que les autres porteurs. Cette dispense sera utilisée essentiellement pour éviter la traduction des documents en français (article 40.1 LVMQ). Les praticiens utilisent parfois le terme « de minimis » pour décrire cette dispense; 3) l'article 126 LVMQ permet une acquisition dispensée pour un maximum de 5 %. Cette dispense n'est toutefois pas très intéressante compte tenu qu'aucune prime sur le cours de référence n'est permise (*contra* article 123 LVMQ) et que le plafond de 5 % comprend les autres titres acquis selon les dispenses des articles 119, 120 et 123 LVMQ. En définitive, l'article 122 LVMQ et son pendant ontarien, l'article 93(1)d) LVMO édictent que l'acquisition de titre d'un émetteur fermé, tel que défini à l'article 2.4 du *Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus et d'inscription*, (2005) 2 B.A.M.F. № 36 (ci-après « Règlement 45-106 »), n'est pas assujettie au régime des OPA.

⁵⁴ Cette dispense diffère de celle de l'article 119 LVMQ en ce qu'elle ne vise pas une OPA mais plutôt une OPA dispensée en vertu des règles de la bourse. Article 93(1)b) LVMO.

⁵⁵ Les bourses qui sont reconnues par l'AMF sont la Bourse de croissance TSX et la Bourse de Toronto. En passant, ces deux bourses sont des filiales du Groupe TSX Inc. qui a été la première bourse en Amérique du Nord à s'inscrire à la cote d'une bourse suite à son premier appel public à l'épargne à l'automne 2002.

⁵⁶ Pour la Bourse de Toronto : http://www.tsx.com/fr/listings/tsx_issuer_resources/tsx_manual.html. Pour ce qui est de la Bourse de croissance TSX, voir l'article 3 de la politique 5.5 du Guide de financement des sociétés de la Bourse de croissance TSX (ci-après « Guide TSX croissance ») : http://www.tsx.com/fr/listings/venture_issuer_resources/finance_manual.html

⁵⁷ Dans l'éventualité où l'achat ne serait pas fait « dans le cours normal des activités », il s'agirait alors d'une OPA effectuée par l'intermédiaire de la Bourse de Toronto ou de la Bourse de croissance TSX et l'ensemble des règles de l'annexe F ou de la politique 5.5 devraient être respectées. Notons aussi que pour bénéficier de cette dispense, l'acheteur ne doit pas connaître le vendeur.

Par ailleurs, un avis doit être déposé auprès de l'AMF⁵⁸. D'autre part, l'article 123 LVMQ⁵⁹ prévoit la dispense la plus fréquente. Est ainsi dispensée l'offre faite sous forme de cession d'un bloc d'actions par l'entremise d'une transaction privée avec un maximum de cinq porteurs si le prix n'excède pas une marge de variation de 15 % par rapport au cours de référence⁶⁰. Pour bénéficier de cette dispense, l'article 125 LVMQ impose qu'une déclaration sous serment des porteurs soit déposée auprès de l'AMF⁶¹ afin de s'assurer que la règle des 5 vendeurs est respectée⁶². Finalement, sur demande, l'AMF peut octroyer des dispenses discrétionnaires des obligations du Titre IV si cela ne va pas à l'encontre de l'intérêt public⁶³.

1.1.4.2. Offres publiques de rachat⁶⁴ :

Comme nous l'avons mentionné au passage lorsque nous avons circonscrit la notion d'offre publique⁶⁵, le Titre IV établit un régime « quasi autonome »⁶⁶ pour les OPR. De la même manière que pour les OPA, un émetteur peut être dispensé du régime des OPR. Pour ce faire, il doit respecter les critères de l'article 147.21 LVMQ. Essentiellement, cette disposition propose trois dispenses⁶⁷. Dans un premier temps, le rachat de titres conformément aux conditions

⁵⁸ Voir les articles 189.1.2 et 189.1.3 du *Règlement sur les valeurs mobilières*, R.R.Q. 1981, c. V-1.1, r.1 (ci-après « RVMQ »).

⁵⁹ En vertu de l'article 5.3 du Règlement 62-104, une restriction temporelle de 6 mois sera établie et cette dispense ne pourra être utilisée qu'une seule fois dans le cas d'un initiateur. Voir article 93(1)c LVMO.

⁶⁰ Article 189 RVMQ. Notons également que, bien que cette dispense puisse être un accroc au concept de l'égalité de traitement (*supra* section 1.1.3), le plafond de 15 % de prime vient limiter les injustices possibles. De plus, l'AMF n'interviendra pas si la prime est de moins de 15 %. En agissant ainsi, elle viendrait, en quelque sorte, s'immiscer dans la gestion intrinsèque de la compagnie.

⁶¹ Un avis doit aussi être déposé en vertu des articles 189.1.2 et 189.1.3 RVMQ.

⁶² Lors de l'utilisation de cette dispense, il faut également être conscient que dans le cas de titres acquis depuis moins de deux ans en vue de la revente sous le régime de la dispense prévue à l'article 123, les auteurs du cédant sont comptés comme autant de porteurs (article 124 LVMQ).

⁶³ 263 LVMQ et 104(2)c LVMO.

⁶⁴ Essentiellement un émetteur sera enclin à effectuer une OPR pour notamment 3 raisons : lorsque son titre est sous-évalué et représente une bonne occasion d'affaires, si l'entreprise n'est pas en mesure de trouver des projets d'investissements et décide plutôt de « retourner » du capital aux actionnaires et, finalement, si la compagnie cherche à augmenter son bénéfice par action. Par ailleurs, comme nous le verrons lors de notre analyse des mesures actives de défense face à une OPA (*infra* section 1.1.6.2(3)), une OPR peut être utilisée afin de contrecarrer une offre non sollicitée. En définitive, bien que l'analyse des théories économiques entourant les OPR soient au-delà du présent texte, nous référons le lecteur notamment aux documents suivants : S. Stewart, « Should a Corporation Repurchase Its Own Stock? » (1976) 31(3) J. Fin. 911, T. Vermaelen, « Common Stock Repurchases and Market Signaling » (1981) 9 J. Fin. Econ. 138.

⁶⁵ *Supra* note 7.

⁶⁶ Nous utilisons le vocable « quasi-autonome » en raison du fait que l'article 147.20 LVMQ édicte que certaines dispositions propres aux OPA s'appliquent *mutatis mutandis* aux OPR.

⁶⁷ Toutefois, l'article 147.20 LVMQ qui se fait « le pont » entre le régime des OPR et celui des OPA permet que les dispenses des articles 119 à 122 LVMQ trouvent application dans un contexte d'OPR. Au surplus, l'article 2.29 du Règlement 45-106 prévoit une autre dispense pour les OPR faites auprès des personnes visées par l'article 2.24(1) de ce même règlement.

prévues par écrit lors de l'émission ou établies par la suite à la lumière de la loi constitutive fait l'objet d'une exemption des règles des OPR⁶⁸. Dans un deuxième temps, le rachat de titres de salariés ou d'anciens salariés de l'émetteur ou d'une société du même groupe est exonéré du régime des OPA si, d'une part la contrepartie n'est pas supérieure au cours de référence⁶⁹ et, d'autre part, les titres acquis sous l'égide de cette dispense sur une période de 12 mois ne représentent pas plus de 5 % des titres de cette catégorie qui sont en circulation au début de cette période. Finalement, une dernière dispense s'applique dans le cas où l'émetteur, après avoir fait connaître son intention par la publication d'un avis⁷⁰, acquière au cours d'une période de 12 mois, moins de 5 % des titres de la catégorie en cause qui étaient en circulation au début de cette période⁷¹. Il peut toutefois être possible d'obtenir une dispense discrétionnaire⁷² même si le rachat de titres représente plus de 5 %⁷³. À cet effet, Patricia L. Olasker & Jennifer F. Longhurst du cabinet Davies Ward Phillips & Vineberg LLP font état de certains cas récents où des offres ont été exemptées des règles des OPR tout en proposant certains critères pouvant guider le praticien lors de la rédaction d'une telle demande de dispense⁷⁴.

1.1.5. Le processus de l'offre publique⁷⁵ :

Avant d'aborder l'encadrement législatif du processus de l'OPA, nous nous proposons d'analyser, de manière sommaire, certains gestes et contrats antérieurs au lancement de l'offre⁷⁶. Tout d'abord, précédemment à l'amorce de l'offre, l'initiateur potentiel peut considérer

⁶⁸ Il s'agit d'une dispense automatique lorsque les conditions sont remplies.

⁶⁹ 189 RVMQ.

⁷⁰ 189.8 LVMQ. Cette avis doit être déposé auprès de l'AMF et un communiqué de presse doit être publié au moins 5 jours avant le début de l'OPR. En outre, il doit également y avoir le dépôt d'un avis en vertu de l'article 189.1.2(2) RVMQ.

⁷¹ Selon le Règlement 62-104, le seuil passera de « moins de 5 % » à « pas plus de 5 % » et il y aura une obligation de se conformer aux règles de la bourse.

⁷² *Supra* note 63.

⁷³ Notons, qu'en pratique, la dispense de l'article 120 LVMQ sera souvent plus utilisée que celle-ci car elle permet de racheter jusqu'à 10 % du « flottant » c'est-à-dire les actions inscrites de l'émetteur qui sont détenues par des actionnaires publics et qui ne font pas l'objet de restrictions relatives à la revente. Voir à ce sujet la Politique 5.6 du Guide TSX croissance et la définition « offre publique de rachat dans le cours normal des activités » à l'article 6-101 de l'annexe F du Guide TSX (*supra* note 56).

⁷⁴ Voir Patricia L. Olasker & Jennifer F. Longhurst, « Share Buy-Backs in Canada » (3 avril 2006) : http://www.dwpv.com/images/Share_Buy-Backs_in_Canada_Paper.pdf (page consultée le 24 mai 2006 à 17h50).

⁷⁵ Pour les fins de la présente section, nous présumerons que l'OPA est de type amical. L'ensemble des documents dont nous discuterons dans la présente section doit être remis au porteur en français ou en français et en anglais (article 40.1 LVMQ).

⁷⁶ Notons que ces opérations peuvent également *mutatis mutandis* trouver application dans le cadre d'une transaction structurée selon le droit des sociétés (*infra* section 1.2).

l'opportunité d'acquérir une participation réduite dans la société visée⁷⁷. Il doit toutefois prendre garde de ne pas dépasser un seuil de 10 % dans le capital-actions de ladite compagnie s'il désire que cette prise de position ne soit pas rendue publique tout en ne transigeant pas en ayant connaissance d'informations privilégiées⁷⁸. En effet, en vertu de l'article 147.11 LVMQ⁷⁹, dès qu'une personne détient une participation égale ou supérieure à 10 %⁸⁰, elle doit émettre un communiqué de presse⁸¹. Ensuite, toute augmentation de la participation d'une tranche supplémentaire de 2 % donnera lieu aux mêmes formalités⁸². Mais, quels sont les avantages reliés à une telle pratique? Nous répertorions essentiellement cinq avantages rattachés aux entrées sur le marché à faible échelle. Dans un premier temps, cette technique a pour effet de réduire le coût moyen d'acquisition des titres de la société visée. En effet, l'offrant octroie, en principe, une prime sur la valeur marchande des titres afin d'inciter le dépôt des valeurs mobilières dans le cadre de l'OPA ce qui aura pour impact de diminuer le coût global de la transaction. Dans un deuxième temps, si une offre concurrente est ultimement acceptée par la compagnie cible, le détenteur du « toe hold » pourra se compenser monétairement par la vente de ses titres. Dans un troisième temps, une prise de position antérieure à une offre fait en sorte de favoriser l'offrant potentiel en diminuant l'attrait que la société visée peut représenter pour les autres acquéreurs. Il va sans dire que tout autre offrant désirant acheter la société convoitée devra vraisemblablement convaincre le titulaire du « toe hold » de déposer ses titres ce qui, sans conteste, pourrait s'avérer une entreprise fort périlleuse! Finalement, à la lumière de la jurisprudence, une entrée restreinte sur le marché peut, d'une part, faciliter un recours en

⁷⁷ On parlera alors communément d'un « toe hold ».

⁷⁸ 187 LVMQ et 76 LVMO.

⁷⁹ 101(1) LVMO. Par ailleurs, en vertu de la Norme canadienne 62-103, *Le système d'alerte et questions connexes touchant les offres publiques et les déclarations d'initié*, (2000) 31 B.C.V.M.Q. N° 3, un investisseur institutionnel (*infra*, section 4.2) peut notamment faire une déclaration mensuelle s'il n'a aucune intention de lancer une offre formelle ou d'être un joueur actif dans une réorganisation qui lui donnerait le contrôle effectif de la société visée.

⁸⁰ Si les titres de la compagnie sont cotés également sur une bourse américaine, le communiqué de presse devra être émis dès que la participation aura atteint le seuil de 5 % en raison de l'article 13(d) du Securities Act 1934. De plus, aucun achat n'est permis avant le lendemain du premier jour ouvrable suivant le communiqué de presse (articles 147.14 LVMQ et 101(3) LVMO). Finalement, durant l'offre, le seuil de déclaration est diminué et toute prise de position de l'ordre de 5 % doit être rendue publique (articles 147.15 LVMQ et 102(1) LVMO).

⁸¹ Il ne faut pas oublier qu'une déclaration d'initié est également requise lorsque la position des personnes dans le titre d'un émetteur passe le cap de 10 %. Voir les articles 96 LVMQ et 107(1) LVMO.

⁸² 147.12 LVMQ et 101(2) LVMO. Notons aussi que pour ce qui est de la déclaration d'initié, toute modification au-delà du seuil de 10 % doit être rendue publique (articles 97 LVMQ et 107(2) LVMO). En définitive, il n'est pas permis de passer par une tierce partie pour acquérir le « toe hold » à moins de le divulguer et de retirer les actions acquises dans le calcul des pourcentages recherchés (*infra* section 1.3.2). Voir l'affaire *Canadien 88 Energy Corporation*, (1997) 20 O.S.C.B. 5246.

oppression⁸³ et, d'autre part, permettre, dans certains cas atypiques, la convocation d'une assemblée spéciale des actionnaires⁸⁴. Pour ce qui est des désavantages associés à cette stratégie, on pense notamment à la perception d'hostilité jumelée au coulage probable que ce genre d'opération peut créer dans le marché, au risque de rester un actionnaire minoritaire dans le capital-actions de la cible potentielle advenant le cas où il n'y aurait pas une transaction de changement de contrôle et, en définitive, le fait que les titres acquis par l'entremise du « toe hold » ne pourront pas être comptabilisés dans les pourcentages recherchés aux fins de certaines opérations⁸⁵.

Maintenant, intéressons nous à certains contrats sous-jacents à l'OPA. Généralement, l'offrant tentera d'obtenir le soutien de la société visée par le truchement d'une convention de support⁸⁶. En principe, on cherche à y inclure les mêmes conditions qui se retrouveront dans l'offre et la note d'information⁸⁷. Au surplus, des engagements de confidentialité sur les détails

⁸³ *Infra* section 2.3.3. Voir à ce sujet la décision *CW Shareholdings Inc. c. WIC Western International Communications Ltd.*, (1998) 38 B.L.R. (2d) 196 (Ont C.S.) où le statut d'actionnaire afférent à la détention d'actions avant l'OPA permet le recours en oppression. *Contra*, *Rogers Communications Inc. c. MacLean Hunter Ltd.*, (1994) 2 C.C.L.S. 233 où la Cour stipule que le recours n'est pas valide car le demandeur n'agit pas en qualité d'actionnaire.

⁸⁴ Dans l'affaire *Airline Industry Revitalization Co. Inc. c. Air Canada*, (1999) 45 O.R. (3e) 370, un offrant hostile tente, en tant qu'actionnaire détenteur d'un « toe hold », d'exiger la convocation d'une assemblée des actionnaires conformément à l'article 143 de la *Loi canadienne sur les sociétés par actions*, L.R.C. (1985), c. C-44 (ci-après « LCSA ») avec pour objectif de modifier la loi constitutive d'Air Canada de manière à permettre l'acquisition par un tiers de plus de 10 % du capital-actions de la compagnie et ce, malgré l'interdiction prévue, à l'époque, dans la *Loi sur la participation dans le capital d'Air Canada*, L.R.C. (1985), c. 35.

⁸⁵ *Infra* section 1.3.2.

⁸⁶ On utilise aussi comme synonyme le terme « convention de soutien ». Cette convention de support est souvent assortie d'une clause dite « no shop » prévoyant que le vendeur ne peut pas « magasiner » pour une autre offre. Par contre, elle est également jumelée à une disposition de « retrait fiduciaire » (« fiduciary out ») pour que la société visée puisse respecter ses devoirs envers ses actionnaires. Voir à ce sujet la section 4.1.2. Toutefois, dans le marché actuel, fort propice aux ventes d'entreprises, un nouveau type de disposition semble émerger. En effet, il est maintenant possible de voir des conventions de support dans lesquelles se retrouve une clause de « magasinage » (« go shop ») qui permet à la société cible d'accepter une offre tout en cherchant une offre plus alléchante. Ce type de stipulation se retrouvait notamment dans l'entente entre Maytag Corporation et Ripplewood Holdings LLC. Ce faisant, Maytag Corporation fut en mesure de trouver une meilleure offre et de conclure une transaction avec Whirlpool Corporation. Du côté canadien, cette disposition a été négociée dans l'opération entre Algonquin Power Income Fund (ci après « Algonquin ») et Airsource Power Fund I LP (ci-après « Airsource ») où, en contrepartie du support de la société cible, Algonquin donnait à Airsource la liberté de rechercher une meilleure offre. Pour en savoir plus sur cette nouvelle tendance transactionnelle, voir Boyd Erman, « M & A "Go-shop" use increases in Canada : Sellers market : Algonquin bid for Airsource is an exemple », *National Post*, 31 mai 2006.

⁸⁷ *Infra*, note 102. On retrouve aussi, notamment, des clauses édictant les éléments suivants : aviser l'initiateur si d'autres acheteurs sont intéressés, effectuer des efforts raisonnables pour aider l'initiateur, aviser l'initiateur de tous changements importants dans les affaires de l'entreprise, des engagements sur la conduite des affaires entre la signature de la convention de soutien et la clôture de la transaction, ne pas entreprendre une enchère ou négocier avec une autre partie ou bien approuver une autre transaction, etc. On y inclura, en général, une clause prévoyant des frais de résiliation advenant le cas où l'opération de changement de contrôle n'aurait pas lieu pour une raison qui émane de la société cible (*infra* section 1.1.6.2(1)).

de la transaction et son processus seront inclus dans cette convention⁸⁸. Par ailleurs, l'obligation de divulguer la transaction sera généralement liée à la signature de cette convention⁸⁹. Toutefois, il y a eu certaines contestations dans le monde des affaires canadien sur le moment opportun d'une telle divulgation. En effet, tel que proposé dans un article du *Globe and Mail*, il serait possiblement plus raisonnable que la communication d'une transaction se fasse plus tôt dans son processus de réalisation⁹⁰. La convention de dépôt⁹¹ avec un ou plusieurs actionnaires de la société visée est une autre convention accessoire importante précédant souvent le lancement de l'OPA. L'objectif d'une telle convention est essentiellement d'augmenter les chances de succès de l'initiateur. Elle prévoit un engagement révocable ou irrévocable de l'actionnaire de déposer ses actions dans le cadre de l'offre. D'une part, la convention irrévocable est habituellement accompagnée de dispositions permettant à l'actionnaire de participer, pendant une certaine période de temps, à la plus-value que pourrait toucher l'initiateur s'il revendait les actions déposées⁹². Quant à la convention révocable, la possibilité

⁸⁸ Notons au passage que, s'il n'y a pas eu de convention de soutien avec des engagements de confidentialité, la société visée imposera toujours une convention de confidentialité qui sera, souvent, précédée d'une lettre d'intention de l'acquéreur potentiel avec une fourchette de valeurs. Ensuite, l'accès à la salle de documents sera permis à la société désirant faire une offre pour que celle-ci procède à sa vérification diligente. Pour une discussion sur les rudiments de la vérification diligente, nous référons le lecteur à Patrice Vachon, *La vente d'entreprise*, 1^{ère} éd., Montréal, Wilson Lafleur, 1997, aux pp. 65 et ss. En contrepartie de l'obtention d'informations confidentielles, la société cible exigera habituellement des engagements de la part de l'initiateur de ne pas lancer d'offre et de ne pas acheter ou vendre des actions de la société visée sans son approbation pendant une certaine période de temps. On parlera communément de « standstill agreement ». Par contre, on est en droit de se demander quels seront les dommages si le « standstill » est violé et si le signataire fait une offre avec une prime sur ladite société? Finalement, selon les propos de la Juge Hoy dans *Golden Star resources Ltd. c. IAMGold Corp.*, (2004) O.J. N° 2869, une clause de « standstill » n'est plus valide lorsque la société est clairement en jeu (*infra*, section 4.1.2). Pour un jugement récent discutant des « standstill agreement », voir *Aurizon Mines Ltd. c. Northgate Minerals Corp & Northgate Acquisition ULC*, [2006] B.C.J. N° 1584 (B.C.C.A.).

⁸⁹ Voir les articles 73 LVMQ et 75 LVMO qui imposent la diffusion d'un communiqué de presse lorsqu'un changement important susceptible d'exercer une influence appréciable sur le cours du titre survient. Voir également la définition de « changement important » de l'article 1.1 du *Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue*, (2005) 2 B.A.M.F. N° 22 (ci-après « Règlement 51-102 ») et l'article 4.3 du *l'Instruction générale 51-201, Lignes directrices en matière de communication de l'information*, (2002) 33 B.C.V.M.Q. N° 27. Par ailleurs, bien que la pratique antérieure ait été de seulement déposer les conventions de soutien, il sera dorénavant requis de déposer les conventions de dépôt, de blocage, de soutien et toute autre convention qui pourrait avoir une incidence sur le contrôle de l'émetteur et qui pourrait être considérée comme importante pour le porteur en vertu de l'article 3.2 du *Règlement 62-104*.

⁹⁰ Voir à ce sujet l'article de Ira Gluskin, « Investors should speak up about disclosure on takeovers », *Globe and Mail*, 21 janvier 2006. La journaliste, en discutant de la « saga » entourant la vente de Dofasco Inc., relate que Dofasco Inc. était en « cheminement de vente » depuis plus de un an sans que le tout soit rendu public. Il est certain que ce genre d'information aurait intéressé les actionnaires qui, entre-temps, ont vendu leurs titres de l'entreprise sans pouvoir bénéficier de la surenchère qui a mené à la vente de la société à Arcelor S.A.

⁹¹ On parlera également de convention de blocage ou de « lock-up agreement ». Tel que démontré dans l'affaire *In Re The Tarxien Corporation and Ventra Group Inc.*, (1996) 19 O.S.C.B. 6913, ces contrats sont vus comme des ententes privées. Ce faisant, le pouvoir judiciaire n'est pas enclin à s'y immiscer à moins qu'ils ne respectent pas les diverses lois en valeurs mobilières ou qu'ils soient contrares à l'intérêt public.

⁹² Cette clause se nomme en pratique « anti-flip ». Pour une discussion sur la légalité d'une convention de blocage irrévocable, voir *Cogeco Câble inc. c. CFCF Inc.*, [1996] R.J.Q. 1360 (C.A.) (ci-après « Règlement Q-27 »).

pour l'actionnaire de retirer ses actions est habituellement permise si une proposition plus avantageuse survient⁹³.

À la différence des autres mécanismes transactionnels que nous étudierons dans les prochaines sections de ce texte⁹⁴, l'OPA est soumise à un régime législatif plus rigoureux⁹⁵. Tout d'abord, l'offre peut être lancée de deux manières : par l'envoi des documents afférents à l'offre à tous les porteurs de la catégorie visée⁹⁶ ou par une annonce dans les journaux⁹⁷. La computation des délais relatifs à l'OPA débute donc, selon le cas, lors de l'envoi des documents ou lors de la publication de l'annonce dans un quotidien⁹⁸. La durée minimale de l'OPA, quant à elle, doit être de 35 jours⁹⁹. Ainsi, durant ce délai, aucun titre déposé ne peut être accepté par l'offrant¹⁰⁰. Dès que l'offre débute¹⁰¹, l'offrant doit alors transmettre aux porteurs l'offre avec une note d'information établie en la forme déterminée par règlement¹⁰². Par ailleurs, si des titres sont échangés dans le cadre de la transaction, la note d'information devra inclure l'information et les états financiers exigés par règlement pour un prospectus¹⁰³. Si l'offre est non sollicitée, une liste

⁹³ On définira alors dans l'entente ce que signifiera la notion de « proposition plus avantageuse ». Voir la partie 3 du présent texte pour une discussion sur les enjeux concernant les conventions de blocage dans le cadre d'une transaction soumise aux dispositions du *Règlement Q-27 - Mesures de protection des porteurs minoritaires à l'occasion de certaines opérations* (2000) 31 B.C.V.M.Q. N° 507.

⁹⁴ *Infra*, section 1.2.

⁹⁵ Pour une illustration de la chronologie d'une transaction structurée sous forme d'OPA, voir l'annexe 4.

⁹⁶ 127 LVMQ et 95(1) LVMO.

⁹⁷ 129.1 LVMQ et 100(7) à (10) LVMO. Voir également les articles 176.1 à 176.4 RVMQ.

⁹⁸ 133(2) LVMQ et 100(6) (8) LVMO.

⁹⁹ 147.3 LVMQ, 189.9 RVMQ et 95(2) LVMO. Notons, qu'avant le *Report of the Committee to Review Take-Over Bid Time Limits* de 1996, communément appelé le Rapport *Zimmerman* et de son intégration aux règles actuelles en 2001 (Ontario) et en 2003 (Québec), le délai était de 21 jours. L'AMF en a également profité, lors de ces modifications, pour inclure les délais requis pour les OPA dans le RVMQ pour que ceux-ci puissent se modifier plus aisément dans l'avenir. En outre, le délai minimum pour une OPA aux États-Unis est de 20 jours.

¹⁰⁰ 147.4 LVMQ, 189.10 RVMQ et 95(3) LVMO.

¹⁰¹ *Supra* note 97.

¹⁰² Voir les articles 128, 176 LVMQ et l'annexe XI du RVMQ. Voir également l'annexe XIV RVMQ s'il s'agit d'une OPR. En Ontario, l'article 98(1) LVMO et le formulaire 32. Lors de la réception de la note d'information, voici, à nos yeux, les 10 éléments les plus importants à analyser : la prime, si les conditions de l'offre sont usuelles, les informations sur l'initiateur (particulièrement si une partie de la considération se fait en actions), les délais et la date de dépôt, s'il y a une convention de blocage, la proportion d'actions qui était déjà détenue par l'initiateur, s'il y a des frais de résiliation (*infra*, section 1.1.6.2(1)), le contexte de l'offre (ex : convention de support), si une évaluation de l'offre ou une opinion sur l'équité du prix offert est fournie et s'il y a des conventions accessoires payant des primes à certains intervenants. Finalement, le dépôt d'un avis auprès de l'AMF en vertu des articles 189.1.1 et 189.1.3 RVMQ est requis.

¹⁰³ 187 RVMQ. On permet toutefois de procéder par prospectus simplifié. Notons aussi que si l'opération inclut des éléments d'extranéités la reliant aux États-Unis et l'assujettissant au droit américain, la *Norme canadienne 71-101, Régime d'information multinational*, (1998) 29 B.C.V.M.Q. N° 48, qui a notamment comme objectif de réduire la double réglementation dans le domaine des OPA, peut s'appliquer. Ainsi, tel qu'énoncé dans cette norme, une OPA pourrait se préparer seulement en fonction du droit canadien si certaines conditions sont remplies. De plus, lors de transactions transfrontalières, il y aura souvent utilisation d'actions échangeables pour des fins fiscales lorsque l'initiateur américain offre de ses titres en contrepartie du dépôt de ceux de la société cible canadienne. Essentiellement, ce type d'actions permettra aux actionnaires canadiens de faire un roulement de leur gain en capital réalisé suite à la vente de leurs actions. Pour terminer, soulignons également que les structures fiscales établies pour

des actionnaires peut être demandée en vertu des lois corporatives¹⁰⁴. Par surcroît, lorsque l'offre est faite par une filiale en propriété exclusive d'une société, les autorités canadiennes en valeurs mobilières (ci-après « ACVM ») considèrent alors que la société mère est l'initiatrice conjointe et les deux parties doivent ainsi signer la note d'information¹⁰⁵. Il faut également noter que, contrairement au droit américain, aucune condition de financement ne peut être attachée à l'offre¹⁰⁶. En réponse à l'OPA, le conseil d'administration de la société cible doit, dans les 15 jours suivant la date de l'offre, faire parvenir aux porteurs visés par l'offre une circulaire du conseil d'administration et des dirigeants¹⁰⁷. Pour ce faire, le conseil d'administration crée généralement un comité spécial indépendant¹⁰⁸. Cependant, bien qu'il puisse être prévoyant de former un comité spécial indépendant et que, d'une part, le Règlement Q-27 le requiert à certaines occasions¹⁰⁹ et que, d'autre part, la cour encourage fortement sa formation dans un contexte d'offre hostile¹¹⁰, un tel comité n'est pas obligatoire si le conseil d'administration de la société visée est indépendant et sophistiqué¹¹¹. Généralement, ce comité se base sur une opinion

des transactions transfrontalières entre le Canada et les États-Unis utilisent fréquemment des compagnies à responsabilité illimitée incorporée en vertu du droit des provinces de la Nouvelle-Écosse et de l'Alberta (depuis 2005) car ses « entités de transfert », de par leur qualification en tant que sociétés (« partnership ») pour des fins de fiscalité américaine, permettent une efficacité fiscale optimale. Pour plus d'information sur les rouages de ce type d'entité corporative, voir le texte « Nova Scotia Unlimited Companies » publié par le cabinet d'avocats Stewart McKelvey Stirling Scales : http://www.smss.com/corporateservices/ns_unltd_liability_article.pdf (page consultée le 26 mai 2006 à 14h).

¹⁰⁴ 21(3) LCSA et 123.114 *Loi sur les compagnies*, L.R.Q., c. C-38 (ci-après « LCQ »). Voir aussi l'article 3.4 du Règlement 62-104 qui prévoit l'obligation de fournir la liste de porteurs même si l'entité n'est pas tenue de le faire selon la loi. Par ailleurs, le délai pour obtenir une liste de porteurs pouvant être assez long, il peut ainsi être avantageux de commencer l'OPA par la publication d'une annonce dans les journaux.

¹⁰⁵ Souvent, l'initiateur utilise une filiale créée exclusivement pour les fins de l'opération à titre d'entité d'acquisition. Voir l'*Avis* 62-303, *Désignation de l'initiateur dans le cadre d'une offre publique d'achat*, (2003) 34 B.C.V.M.Q. N° 31.

¹⁰⁶ 147 LVMQ et 96 LVMO. De plus, en réponse au jugement très stricte de la Cour supérieure de l'Ontario dans l'affaire *BNY Capital Corp. C. Katotakis*, (2005) O.J. N° 813 qui évoquait qu'une assurance claire et non équivoque que le financement était disponible avant le lancement de l'offre, les autorités en valeurs mobilières ont émis l'*Avis* 62-304, *Conditions dans le financement des offres publiques d'achat et de rachat*, (2005) 2 B.A.M.F. N° 35, pour établir qu'il peut y avoir des conditions assorties au financement si l'offrant croit raisonnablement que la possibilité que le financement soit refusé est éloignée. D'ailleurs, dans ce même courant, le Règlement 62-104, à son article 2.24 établit que les arrangements financiers peuvent être liés à des conditions qui ont un impact minime sur le règlement des titres.

¹⁰⁷ 134 LVMQ, 177.1 RVMQ, annexe XII du RVMQ et 99(1) LVMO et formulaire 34. Si la recommandation du conseil d'administration n'est pas incluse dans la circulaire, elle devra alors être transmise dans les 7 jours précédant la clôture de l'offre en vertu des articles 136 LVMQ et 177.2 RVMQ. Le conseil d'administration peut recommander de rejeter l'offre, de l'accepter ou dire qu'il ne fera pas de recommandation. De plus, tout dirigeant peut joindre sa propre recommandation à la circulaire du conseil d'administration (aux frais de l'émetteur, article 2.18 Règlement 62-104) en vertu de les articles 137 LVMQ, 178 RVMQ, annexe XIII RVMQ, 99(3) LVMO et formulaire 35. Notons par ailleurs qu'il ne doit pas y avoir de circulaire du conseil d'administration dans le cadre d'une OPR car les articles 134 à 140 LVMQ ne s'appliquent pas aux OPR (articles 147.20 LVMQ).

¹⁰⁸ Les tribunaux canadiens font preuve d'une grande déférence face aux décisions d'un comité indépendant. Partant, le pouvoir judiciaire est peu enclin à intervenir si une transaction est approuvée par un comité indépendant (*infra*, note 680). Pour plus de détails sur la notion d'indépendance du comité spécial, voir les parties 3 du présent texte.

¹⁰⁹ *Infra* partie 3 du présent texte.

¹¹⁰ Voir l'affaire *CW Shareholdings Inc.*, *supra* note 83.

¹¹¹ *In Re the Mony Group Inc. Shareholder Litigation*, 852 A.2d 9, 22 (Del. Ch. 2004). Dans le présent mémoire, nous citerons, à l'occasion, lorsque la situation s'y prête, certaines décisions américaines car, comme le disait notamment le

sur l'équité du prix offert¹¹² préparée par ses conseillers financiers pour prendre sa décision. Encore ici, le « fairness opinion » n'est pas un document obligatoire quoique son utilisation puisse faciliter ultimement une défense basée sur la règle de l'appréciation commerciale (ci-après « RAC »)¹¹³. De même, nous voulons soulever au passage que l'utilisation du « fairness opinion » soulève encore aujourd'hui certaines critiques¹¹⁴.

Quant est-il si l'offrant veut modifier son offre? Selon les articles 130 et 131 LVMQ¹¹⁵, un avis de modification doit être émis¹¹⁶ si les conditions initiales de l'offre sont modifiées ou qu'un changement important, susceptible d'affecter la décision des porteurs, survient¹¹⁷. La clôture de l'offre ne peut alors s'effectuer moins de 10 jours suivant le jour de livraison de l'avis de modification à moins qu'il ne s'agisse d'une renonciation où la seule contrepartie est en espèces¹¹⁸. Dans une même optique, la circulaire du conseil d'administration devra être modifiée dans les 5 jours suivant la modification de l'offre¹¹⁹. Par la suite, même si le porteur à déjà déposé ses titres, il peut, malgré tout, dans certaines circonstances, révoquer le dépôt au

Tribunal dans *Pente Investment Management Ltd. c. Schneider Corp.*, (1998) 42 O.R. (3d) 177 (Ont. C.A.), le droit américain peut servir à interpréter notre droit interne. Notons, toutefois, qu'il est toujours préférable de recommander la formation d'un comité spécial indépendant si une situation de conflit d'intérêts est présente ou risque potentiellement de survenir.

¹¹² En pratique, on utilise le terme « fairness opinion », à ne pas confondre avec une évaluation formelle (*infra* partie 3). D'une part, l'opinion sur le caractère équitable est un document d'environ 3 pages qui édicte seulement si la transaction est raisonnable sur le plan financier alors que, d'autre part, l'évaluation formelle est un document beaucoup plus élaboré (et beaucoup plus coûteux!) qui fournira une fourchette de prix pour la société. Pour une discussion sur la notion de « fairness opinion », voir *Brant Investments Ltd.*, *infra*, note 439.

¹¹³ *Infra* section 4.1.1.2. Voir aussi les affaires *Smith c. Van Gorkom*, (Trans Union), 488 A. 2d (Del. 1985) où la Cour édicte que les « fairness opinions » n'ont aucun caractère obligatoire.

¹¹⁴ En effet dans l'article de Wojtek Dabrowski, « You can never discount conflict », National Post, 6 juin 2005, l'auteur, relate que les « fairness opinions » et les évaluations formelles peuvent être faussées en raison notamment de la relation déjà existante entre la société et les banquiers et, également, en raison du mode de paiement lié à la réussite de la transaction. Bien que les évaluations formelles soient toujours à propos, il avance que les opinions sur le caractère équitable, quant à elles, sont, aux yeux de certains intervenants du milieu des affaires, devenues une pratique archaïque et un gaspillage monétaire. Toutefois, la jurisprudence américaine nous laisse croire qu'une contestation des opinions sur le caractère équitable n'est pas nécessairement aisée. Voir à ce sujet les affaires *In re Formica Corp. Shareholders Litigation*, WL 25812 (Del. Ch. 1989) et *Crescent/Mach 1 Partners, L.P. c. Turner*, 846 A.2d 963 (Del. Ch. 2000). Ces décisions ayant eu lieu avant l'avènement des scandales financiers du début des années 2000 (*infra* section 4.1.3), la position des tribunaux pourrait, dans l'avenir, possiblement changer.

¹¹⁵ 189.2 RVMQ et 98(2)(4) LVMO.

¹¹⁶ Les articles 2.9, 2.11 et 2.12 du Règlement 62-104 spécifient maintenant l'obligation d'émettre un communiqué de presse.

¹¹⁷ Bien que la pratique était à cet effet, l'article 2.21(3) du Règlement 62-104 confirme que la réduction de la contrepartie ou de la proportion des titres, l'ajout de conditions ou autre modification de l'offre qui n'a pas pour effet de la majorer est interdit. En outre, tel que proposé par les articles 2.10 à 2.12 du Règlement 62-104, l'offrant peut renoncer à une condition de l'offre avant la clôture sans devoir envoyer un avis de modification lorsque la contrepartie est en espèce seulement.

¹¹⁸ 147.8 LVMQ, 189.15 RVMQ et 98(5)(6) LVMO.

¹¹⁹ 138-139 LVMQ, 177.3 et 189.3 RVMQ et 99(6) LVMO.

moyen d'un avis écrit¹²⁰. Par ailleurs, si toutes les conditions de l'offre sont remplies, l'initiateur est tenu de prendre livraison de tous les titres déposés avant de prolonger son offre¹²¹. Lors de la conclusion de l'offre, si toutes les conditions de celle-ci sont remplies, l'initiateur est dans l'obligation de prendre livraison des titres dans les 10 jours suivant la clôture de l'OPA et de régler le paiement dans les 3 jours ouvrables de la prise de livraison¹²². Cependant, dès que l'initiateur prend livraison des titres, il a l'obligation de les régler dans les 3 jours ouvrables qui suivent¹²³. Finalement, en vertu de l'article 147.10 LVMQ¹²⁴, dans les 20 jours de la clôture de la transaction, l'initiateur doit déposer un avis à l'AMF¹²⁵.

1.1.6. Les mécanismes de défense face à l'offre¹²⁶ :

Avant d'aborder de façon spécifique les mécanismes de défense dans le cadre d'une OPA, nous voulons, tout d'abord, signaler que les ACVM ont fait état de leurs opinions au sujet des mesures défensives utilisées pour contrer une offre. Dans l'Avis 62-202¹²⁷, elles évoquent, notamment, que le rôle de la législation en valeurs mobilières dans un contexte transactionnel est de protéger les intérêts des actionnaires de la société visée tout en favorisant un déroulement ouvert et équitable. Ce faisant, l'Avis 62-202 énonce que certaines stratégies défensives qui

¹²⁰ 147.5 LVMQ 95(4) LVMO. L'article 189.11 RVMQ prévoit que la révocation peut avoir lieu dans les cas suivants : avant que l'initiateur n'ait pris livraison des titres, avant l'expiration d'un délai de 10 jours de calendrier suivant l'avis de modification ou si les titres n'ont pas été réglés dans le délai des 3 jours ouvrables de la prise de livraison. De plus, en vertu de l'article 147.9 (2) LVMQ, s'il y a modification des conditions de l'offre et prolongation de celle-ci, il y a interdiction pour l'initiateur de prendre livraison des titres dont le dépôt est encore révocable en vertu de l'article 147.5 LVMQ.

¹²¹ 147.9 LVMQ et 95 (12) LVMO.

¹²² 147.6 LVMQ, 189.13 RVMQ et 95(9)(10) LVMO. Si la contrepartie de l'offre est en espèce et en titre ou que l'offre est partielle, une règle de prorata trouve alors application (147.2 LVMQ et 95(7) LVMO). Ce faisant, une offre partielle est permise dans la mesure où la règle de l'article 147.2 LVMQ est respectée. Notons que, si les certificats d'actions ne sont pas immédiatement disponibles, un avis de livraison garantie doit être préparé et transmis au dépositaire avant la date et l'heure limite de l'offre.

¹²³ 147.6(2) LVMQ et 189.13 RVMQ. Notons aussi que, dès que l'initiateur commence à prendre livraison des titres, il a l'obligation de compléter la prise de livraison et le règlement dans les 10 jours suivant le dépôt (147.7 LVMQ, 189.14 RVMQ et 95(11) LVMO).

¹²⁴ Notons que l'article 95 (13) LVMO ne fait pas état de délais et utilise plutôt le terme « forthwith ».

¹²⁵ Au surplus, en vertu de l'article 8.2 du Règlement 51-102, l'émetteur qui réalise une acquisition significative doit déposer une déclaration d'acquisition d'entreprise dans un délai de 75 jours à compter de la date d'acquisition.

¹²⁶ Évidemment, compte tenu qu'une société cible négociant avec un offrant ne voudra pas, vraisemblablement, nuire à la réalisation de la transaction par l'entremise de mécanismes de défense, la présente section s'interprète dans un contexte d'offre hostile. Dans un autre ordre d'idée, et sur une note plus légère, le terme « killer bees » est parfois utilisé auprès des intervenants en fusions & acquisitions pour qualifier les conseillers financiers et légaux qui « érigent » ces remparts contre les OPA.

¹²⁷ Avis 62-202 *Mesures de défense contre une offre d'achat*, (2003) 34 B.C.V.M.Q. N° 28 (ci après « Avis 62-202 »). Anciennement la *National Policy* N° 38, introduite en 1986.

restreignent de manière significative la liberté de choix des actionnaires et mettent en péril la prise d'une décision éclairée pourraient faire l'objet d'un examen¹²⁸.

1.1.6.1. Mesures préventives¹²⁹ :

1. Régimes de droits¹³⁰ :

Bien que les régimes de droits apparaissent aux États-Unis au début des années 1980¹³¹, leur utilisation au Canada se fera seulement à partir d'octobre 1988 lorsque la compagnie Inco Ltd. décide de proposer un tel régime de protection à ses actionnaires¹³².

¹²⁸ Le paragraphe 4 de cet avis établit, notamment, que les mesures suivantes pourraient plus facilement se retrouver sous la loupe des ACVM : (i) l'émission ou l'achat de titres représentant un pourcentage significatif des titres en circulation de la société visée, ou l'octroi d'une option sur de tels titres (*infra* section 1.1.6.2(3)), (ii) la vente ou l'acquisition d'éléments importants de l'actif, l'octroi d'une option sur de tels éléments, ou l'engagement de vendre ou d'acquiescer des éléments importants de l'actif (*infra* section 1.1.6.2(2)) et (iii) la conclusion d'un contrat ou l'adoption de mesures qui sortent du cadre de l'activité normale (*infra* section 1.1.6.1(3)). Toutefois, les ACVM énoncent clairement que, hormis les situations où la liberté fondamentale de choix de l'actionnariat de la société cible est brimée, ils n'entendent pas intervenir de manière proactive.

¹²⁹ Par mesures préventives, nous entendons celles qui, en général, sont établies préalablement à l'OPA à la différence des mesures dites actives qui sont plutôt instaurées en réaction à l'offre hostile.

¹³⁰ En anglais le terme « shareholders rights plan » est utilisé. Des expressions plus directes telles que pilule empoisonnée, dragée toxique ou « poison pill » sont aussi employées. Sur une note étymologique, ces termes réfèrent, par analogie et de façon imagée, à la pilule de cyanure de potassium que les espions devaient avaler afin de décéder sans donner d'information à l'ennemi. Pour une analyse de l'évolution de ce type de défense, voir notamment : G. Coleman, « Poison Pills in Canada », (1989) 15 Can. Bus. L.J. 1, J. G. MacIntosh, « Poison Pills; A Noxious Nostrum for Canadian Shareholders », (1989) 15 Can. Bus. L.J. 278, P. Dey & R. Yalden, « Keeping the Playing Field Level : Poison Pills and Director's Fiduciary Duties in Canadian Take-Over Law », (1991) 17 Can. Bus. L.J. 252, J. G. MacIntosh, « Poison Pills in Canada : A Reply to Dey and Yalden », (1991) 17 Can. Bus. L.J. 323, J. A. Geller, « Shareholders Rights Plans », (1994) 17 O.S.C.B. 5759, S. Romano « Shareholders Rights Plans in Canada », (1997) Review of Securities and Commodities Regulation, vol. 30, No 11, 143 et P. Anisman, « Poison Pills: The Canadian Experience » dans *Corporations, Capital Markets and Business in the Law*, London, Kluwer, (2000) 1. Pour un historique entourant l'avènement de ce moyen de défense, voir Len Costa, « Terms of Art : the Perfect Pill » <http://www.legalaffairs.org/printerfriendly.msp?id=749> (page consultée le 1^{er} juin 2006 à 13h).

¹³¹ Martin Lipton de la firme Wachtell, Lipton, Rosen & Katz de New York est reconnu comme le « créateur » en 1982 de la première pilule empoisonnée, qualifiée comme étant un des développements en droit corporatif les plus importants du 20^e siècle selon le professeur Ronald Gibson de l'Université Stanford. Voir la décision unanime de la Cour suprême du Delaware dans *Moran c. Household International Inc.*, 500 A.2d 1346 (Del. 1985) qui reconnaît la légalité de l'adoption d'un régime de droits par le conseil d'administration d'une société pouvant être la cible potentielle d'une offre. Pour une discussion sur la légalité des régimes de droits, voir Stephen Wishart, « Are Poison Pills Illegal? » (1998), 30 Can. Bus. L.J. 105 et Markus Koehnen, *Oppression and Related Remedies*, 1^{ère} éd., Toronto, Carswell, 2005, aux pp. 305 et ss. Pour une analyse de leurs fondements économiques, voir C. C. Nicholls, *Corporate Finance and Canadian Law*, *supra* note 25 aux pp. 356 et ss. Notons aussi que la notion de pilule empoisonnée aux États-Unis est plus flexible et permet une modulation plus large du concept. Par exemple, le « dead end pill », c'est-à-dire une variété de dragée toxique permettant seulement le rachat des droits de souscription si les administrateurs originaux l'ayant établi sont encore en poste, n'est pas permis au Canada. Ce type de régime de droits à pour but de protéger la société contre une éventuelle bataille de procuracy qui ferait en sorte de changer la composition du conseil d'administration dans le but de faire « tomber » la pilule empoisonnée.

¹³² Malgré une arrivée plus tardive en territoire canadien, les régimes de droits sont maintenant répandues. Cependant, un débat semble actuellement se dessiner avec, comme fondement, que de tels régimes de droits, de par leur atteinte à la liberté de choix de l'actionnaire, ne respecteraient pas les principes de gouvernance. Voir, à ce sujet

Essentiellement, une pilule empoisonnée est une convention de droits qui est conclue entre une société et un agent de transferts au bénéfice des actionnaires de ladite société. On ajoute alors à chaque certificat d'actions votantes et participantes un droit de souscription¹³³. D'une part, ce droit permet l'achat d'actions de la société à un prix beaucoup plus bas que le cours du marché¹³⁴ et, d'autre part, il ne se transige pas séparément de l'action tant qu'un événement déclencheur, donnant ouverture à la souscription, ne survienne pas¹³⁵. En pratique, cet élément déclencheur sera généralement l'acquisition d'une participation de 20 % dans la société sans respecter le mécanisme des offres permises¹³⁶. En effet, la dragée toxique n'est pas mise à exécution lorsque l'offre rencontre certains critères, notamment quant aux délais et à la contrepartie offerte¹³⁷. Partant, l'objectif de ce mécanisme de défense est de permettre à la société visée de gagner du temps afin d'envisager des alternatives stratégiques possibles et d'accroître son pouvoir de négociation tout en faisant en sorte de rendre la société moins intéressante aux yeux de l'initiateur¹³⁸. Or, comment doit-on mettre en place un régime de droits? De façon générale, la pilule empoisonnée est instaurée de manière permanente¹³⁹ ou ponctuelle¹⁴⁰. D'une part, la pilule conventionnelle est soumise aux actionnaires de la société

Robin Sidel, « Where Are All the Poison Pills? », *The Wall Street Journal*, 2 mars 2004. Pour une analyse de la gouvernance des sociétés publiques, voir section 4.1.

¹³³ En conformité avec la facture d'une telle convention, le droit de souscription peut être exercé par tous les actionnaires à l'exception, bien entendu, de l'acquéreur qui bénéficierait également du statut d'actionnaire en raison d'un « toe hold » (*supra* section 1.1.5).

¹³⁴ Habituellement, à 50 % de la valeur du titre.

¹³⁵ De façon imagée, on peut dire que ce droit de souscription est « broché » au certificat d'actions avant l'avènement de l'élément déclencheur.

¹³⁶ Ce seuil est alors assimilable à celui de l'article 110 LVMQ qui donne ouverture au régime des offres publiques, *supra* section 1.1.1. De plus, avant cet événement, on fait en sorte que le droit de souscription soit inintéressant en l'assujettissant à un coût de souscription dispendieux.

¹³⁷ Le concept d'offre permise (« chewable pill » aux États-Unis) implique habituellement que l'offre est faite à tous les actionnaires et est d'une durée minimale de 60 à 90 jours tout en étant en espèces seulement et, si elle est en actions, elle doit être jumelée à un mécanisme d'évaluation. De plus, on retrouve en général 3 autres exceptions dans les conventions instaurant des régimes de droits : (i) si la position d'un porteur passe le seuil de 20 % en raison d'une OPR et du phénomène de concentration y afférent (ii) si, suite à la consolidation de plusieurs entités, la position passe au-delà de 20 % et (iii) si une personne possédait déjà plus de 20 % des titres avant que la pilule empoisonnée soit instaurée. Par ailleurs, des dispositions sont généralement insérées pour permettre les conventions de blocage si celles-ci respectent certains critères. Ce faisant, on évite que la convention de blocage déclenche la pilule empoisonnée comme dans l'affaire *United Grain Growers Ltd. c. 3339351 Canada Ltd. (1997)*, 117 Man. R. (2d) 267 (Man. Q.B.). En définitive, la notion d'offre permise ne demandant pas nécessairement l'aval de la société cible, une offre hostile qui répond aux critères de l'offre permise est ainsi possible.

¹³⁸ En effet, advenant le cas où la souscription aurait lieu, il y aurait émission massive de titres de la société cible ce qui engendrerait une dilution substantielle et, par le fait même, une diminution de la valeur des titres sur le marché. Toutefois, il faut noter qu'au Canada, une pilule empoisonnée n'a jamais été mise à exécution car, comme nous le verrons, les ACVM permettent le retrait des régimes de droits après un certain délai.

¹³⁹ On parle alors d'une « pilule conventionnelle ».

¹⁴⁰ On utilise aussi le terme « pilule tactique ». Dans ce cas, on peut plutôt qualifier cette technique de défense de mesure active (*infra* section 1.1.6.2).

pour approbation¹⁴¹. La sollicitation se fait alors de la même manière et avec la même documentation que pour toutes questions soumises à une assemblée d'actionnaires¹⁴². En outre, il y aura aussi, généralement, une clause dans la convention disant que le régime de droits doit être renouvelé à tous les 3 ans par les actionnaires¹⁴³. D'autre part, la pilule ponctuelle est, quant à elle, mise en place par le conseil d'administration de la société cible dès que l'offre est lancée et ce, sans l'approbation des actionnaires¹⁴⁴.

Enchaînons maintenant avec l'évolution du traitement jurisprudentiel des régimes de droits¹⁴⁵. Tout d'abord, la Cour d'appel de la Saskatchewan¹⁴⁶ édicte que toutes mesures défensives ne devraient pas empêcher les actionnaires de décider du futur de la compagnie. Le tribunal avance également qu'il est opportun, dans la mesure du possible, de faire approuver ces mesures par les actionnaires. En invalidant la pilule ponctuelle en l'espèce, la Cour énonce un test en 3 étapes pour déterminer le bien fondé du régime de droits. Dans un premier temps, le conseil d'administration doit, de bonne foi, avoir perçu une menace pour la société. Ensuite, il doit s'être informé de façon raisonnable. Finalement, la mesure défensive adoptée doit être

¹⁴¹ Un vote à majorité simple est alors requis. Ce vote doit également avoir lieu dans un délai de 6 mois selon les articles 636a) du Guide TSX et 12.3 de la Politique 3.1 du Guide TSX croissance.

¹⁴² 133,135 LCSA, 44 du *Règlement sur les sociétés par actions du régime fédéral (2001)*, D.O.R.S./ 2001-512, 97 et 98 LCQ. Voir également la partie 9 du *Règlement 51-102 sur les sollicitation de procurations et circulaire et le Règlement 54-101 sur la communication avec les propriétaires véritables des titres d'un émetteur assujetti*, (2003) 34 B.C.V.M.Q. № 19 (ci-après « Règlement 54-101 », jadis National Policy 41). Les faits saillants du régime de droits ainsi que les raisons pour son adoption sont alors présentés aux actionnaires. Notons aussi, qu'avant l'assemblée, il y a souvent des négociations avec les firmes d'investissements privés et les investisseurs institutionnels afin de les convaincre de voter en faveur de la pilule empoisonnée (*infra*, section 4.2). Ceux-ci basent généralement leur opinion à l'aide de celle de conseillers spécialisés en vote par procuration et en régie d'entreprise tels que Fairvest Securities Corp. au Canada et Institutional Shareholders Services Inc. aux États-Unis.

¹⁴³ En pratique, ce type de disposition se nomme « sunset provision ».

¹⁴⁴ Bien que ce dernier procédé de mise en place de la dragée toxique soit sujet à de fortes contestations, il est tout de même encore utilisé par les conseils d'administration. En effet, malgré le risque élevé d'opposition, il permet l'octroi immédiat d'un délai complémentaire sans autres formalités. Voir à ce sujet l'affaire *Re Cara Operations Limited and the Second Cup Limited*, (2002) 25 O.S.C.B. 7997 qui établit que la pilule tactique sera généralement reconnue comme n'étant pas dans le meilleur intérêt des actionnaires de la société visée. La commission se base alors sur la décision *Re Royal Host Real Estate Investment Trust*, (1999) 22 O.S.C.B. 7819, qui énonce qu'un régime de droits instauré pour des raisons tactiques bénéficie rarement au groupe d'actionnaire dans son ensemble.

¹⁴⁵ Les questions entourant les mesures de défense sont généralement présentées devant les commissions des valeurs mobilières des diverses provinces canadiennes car celles-ci sont, habituellement, en mesure d'analyser les problématiques de façon plus rapide. À l'inverse, bien que les commissions soient habilitées à le faire, les tribunaux de droit commun sont des forums plus propices pour évaluer le contentieux entourant le rôle général du conseil d'administration en raison, notamment, de leur situation plus favorable pour sonder des questions factuelles complexes. Pour une discussion sur le choix de la juridiction et un exemple où les commissions et les tribunaux de droit commun ont exercé leur juridiction de concert, voir *CW Shareholdings Inc.*, *supra* note 83 et *infra* note 155.

¹⁴⁶ 347883 *Alberta Ltd. c. Producers Pipelines Inc.* [1991] S.J. № 222 (Sask. C.A.). L'approche des tribunaux de droit commun lors de l'analyse d'un régime de droits est différente de celle des commissions en valeurs mobilières. En effet, les tribunaux se basent sur une évaluation à la lumière des obligations des administrateurs (*infra*, section 4.1) à la différence des commissions en valeurs mobilières qui appuient plutôt leur raisonnement en vertu d'une conceptualisation basée à la fois sur l'Avis 62-202 et sur le coût d'opportunité d'un tel régime.

raisonnable compte tenu de la menace¹⁴⁷. Par après, en 1992, dans l'affaire *Canadian Jorex Limited*¹⁴⁸, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (ci-après « CVMO ») a décidé que si une société visée renonce à son régime de droits, elle ne peut le faire de manière personnalisée et doit plutôt le retirer au bénéfice de tous les offrants. Dans le cas contraire, c'est l'entreprise qui déciderait quelles offres choisir au détriment de la volonté de l'actionariat. En outre, dans cette même cause, la commission avance, qu'à un certain point dans le temps, un régime de droits doit être retiré. Par après, en se basant sur les décisions *Canadian Jorex Limited*¹⁴⁹ et *Consolidated Properties Ltd.*¹⁵⁰, l'affaire *Chapters Inc.*¹⁵¹ vient déterminer quel est le test pour décider de « l'espérance de vie » de ce type de mesure défensive. Pour ce faire, il faut déterminer s'il existe une possibilité réelle et substantielle que, à l'intérieur d'une période raisonnable de temps supplémentaire, la société cible puisse maximiser la valeur pour les actionnaires de leur placement. Ce faisant, si aucune autre raison ne milite en faveur de l'arrêt de la pilule empoisonnée, il est alors dans l'intérêt des actionnaires de permettre la survie d'une telle convention de droits pour une période supplémentaire¹⁵². Pour procéder à cette analyse, tous les facteurs pertinents doivent être évalués¹⁵³. De plus, le fardeau de preuve repose sur les

¹⁴⁷ Notons ici que la Cour utilise le test américain du « enhanced scrutiny » édicté dans *Unocal Corporation c. Mesa Petroleum Company*, 493 A.2d 946 (Del. 1985), c'est-à-dire un standard de révision renforcé, pour s'intéresser à la justesse d'une mesure défensive. Voir à ce sujet, S. G. Bradbury, « Corporate Auctions and Directors' Fiduciary Duties : A Third-Generation Business Judgment Rule », (1988) 87 Mich. L. Rev. 276. Ce test sera toutefois « dilué » suite à la décision *Unitrin Inc. c. American General Corp.*, 651 A.2d 1361 (Del. 1995). Par contre, le Juge Blair, dans la décision *WIC Shareholding*, remettra les « pendules à l'heure » en disant que ce test n'est pas applicable au Canada (*supra* note 83 et *infra* note 671).

¹⁴⁸ *Canadian Jorex Limited c. Mannville Oil & Gas Ltd.*, (1992) 15 O.S.C.B. 257. Pour une discussion sur la manière de traiter la dragée toxique lorsqu'il y a plusieurs offres et que leurs dates de clôture ne sont pas concurrentes, voir les affaires *Re Lac Minerals Ltd. And Royal Oak Mines Inc.*, (1994) 17 O.S.C.B. 4963 et *In Re The Tarxien Corporation and Ventra Group Inc.*, *supra* note 91.

¹⁴⁹ *Supra* note 148.

¹⁵⁰ *Re Consolidated properties Ltd.*, (2000) 23 O.S.C.B. 7981. Cette décision se base sur *Re MDC Corporation and Regal Greetings & Gifts Inc.*, (1994) 17 O.S.C.B. 4971.

¹⁵¹ *Supra* note 49.

¹⁵² Tel que démontré dans *BGC Acquisition Inc. c. Argentina Gold Corp.*, (1999) 25 B.C.S.C. 44, il faut considérer et balancer les obligations des administrateurs (*infra* section 4.1.2) en leur laissant une certaine latitude et ce, toujours en regard des intérêts des actionnaires.

¹⁵³ Dans l'affaire *Chapters Inc.* (*supra* note 49), les éléments suivants ont servi de guide à la CVMO : l'approbation des actionnaires (toutefois, l'approbation n'est pas gage de pérennité!), la taille et la complexité de la compagnie ciblée, les autres mécanismes de défense le cas échéant, le nombre d'offrants potentiels et viables, le support général des actionnaires pour la continuation de la convention, les démarches entreprises par la compagnie ciblée pour trouver des offres alternatives ou des transactions qui seraient plus avantageuses pour les actionnaires et, finalement, la probabilité que, si une période de temps supplémentaire lui était accordée, la société visée serait en mesure de trouver une meilleure offre ou de faire une transaction. La commission conclut alors, dans cette affaire, qu'il n'y a pas de possibilité raisonnable que, advenant l'octroi d'un délai additionnel, la société dans la mire de l'offrant puisse augmenter la valeur pour les actionnaires. Donc, elle émet une ordonnance d'interdiction d'opération sur le régime de droits de souscription.

épaules de la compagnie cible¹⁵⁴ et, pour justifier la non intervention des actionnaires lors de l'instauration du régime de droits, la société cible se doit de démontrer la nature coercitive de l'offre ou tout autre élément répréhensible¹⁵⁵. Finalement, la CVMO, en 2002, réitère que l'élément le plus important à considérer lors de l'évaluation d'un régime de droits est l'intérêt des actionnaires en général. Ainsi, la durée d'un tel mécanisme ne doit pas être illimitée et un délai de 60 jours serait, aux yeux de la CVMO, la norme en droit canadien¹⁵⁶. C'est pourquoi, en tablant sa rhétorique sur l'ensemble de la jurisprudence afférente aux régimes de droits que la Commission des valeurs mobilières de l'Alberta a récemment empêché qu'une pilule empoisonnée soit instaurée un jour avant l'échéance d'une offre¹⁵⁷! En terminant, il faut toutefois être conscient que plusieurs joueurs du marché des fusions & acquisitions canadien aimeraient que la longévité des dragées toxiques soit prolongée¹⁵⁸.

Dans un autre ordre d'idées, nous voulons simplement éveiller le lecteur que la notion de pilule empoisonnée peut également muter et s'appliquer en d'autres circonstances. D'une part, elle peut prendre la forme d'une « dette empoisonnée ». Il s'agit alors d'une disposition dans une convention de crédit ou dans tout autre document par laquelle la société emprunte des capitaux (ex : actions privilégiées, débentures, obligations, etc.) qui accélère immédiatement toutes les échéances dans le cas d'une OPA¹⁵⁹ qui aboutit à un changement de contrôle. La finalité de ce mécanisme est alors de compliquer l'acquisition en forçant le refinancement de la société visée¹⁶⁰. D'autre part, elle peut s'exprimer sous forme de « pilule contractuelle »¹⁶¹. Dans

¹⁵⁴ *Re Samson Canada Ltd.*, (1999) 8 A.S.C. 1791. Toutefois, tel qu'énoncé dans *Re Cara Operations Limited* (*supra* note 144), plus la période d'existence de la pilule empoisonnée est longue, plus le fardeau de preuve pour qu'elle soit maintenue en place est lourd.

¹⁵⁵ *Re CVV Shareholdings Inc.*, (1998) 21 O.S.C.B. 2910.

¹⁵⁶ *Affaire Cara Operations Ltd.*, *supra* note 144. Bien que dans cette affaire le régime de droits soit retiré 148 jours après le début de l'annonce de l'intention de faire une offre tout comme dans le cas de l'affaire *Re Ivanhoe III Inc.*, (1999) 22 O.S.C.B. 1327 où il est maintenu en place pour 108 jours, il y a un contraste majeur entre la conception canadienne et américaine des mesures de « défenses structurelles ». En effet, en droit américain, il est possible, pour contrecarrer une offre non sollicitée, d'étendre la période de validité de ses mesures jusqu'à 2 ou 3 ans. Cette dichotomie et « iniquité juridique » interpellent plusieurs intervenants du marché des fusions & acquisitions au Canada qui décrient la « fragilité corporative » des sociétés canadiennes face aux offres hostiles (*supra* note 24). Voir à ce sujet l'article de Andrew Willis « Hostile takeovers take centre stage », *Globe and Mail*, 4 janvier 2006. Toutefois, la récente décision (17 août 2006) de la CVMO dans l'affaire *Re Falconbridge Limited*, 29 O.S.C.B. 6783, permettant le maintien d'une pilule tactique pour environ 280 jours, semble laisser croire que le Canada tente de se rapprocher de la vision de son voisin américain.

¹⁵⁷ *Re Nations Energy Company Ltd et al.*, (2005) A.S.C. 725.

¹⁵⁸ Voir à ce sujet l'article de Boyd Erman, « Takeovers : Why rush? », *National Post*, 29 mai 2006.

¹⁵⁹ Ou une transaction semblable, c'est-à-dire une fusion, un arrangement ou une restructuration du capital-actions (*infra* section 1.2).

¹⁶⁰ Notons, toutefois, que pour un acheteur qui possède des assises financières solides, une telle « dette empoisonnée » ne constituera qu'un coût de transaction.

ce cas, il s'agit de clauses dans des contrats importants auxquels la société visée est partie qui comportent des dispositions, se justifiant dans le contexte de négociations commerciales habituelles, édictant, qu'en cas de changement de contrôle, une pénalité importante, la fin du contrat, la réouverture de ses termes et conditions, etc., survient. L'objectif est alors d'augmenter les coûts d'acquisition et de déstabiliser l'acquéreur en mettant en doute l'habileté de la société de continuer comme entité opérante¹⁶². Suite à cette étude rapide des « transformations » possible de la pilule empoisonnée, on comprend ainsi toute la pertinence de procéder à une vérification diligente efficace¹⁶³!

2. Parachute doré¹⁶⁴ :

La rémunération des hauts dirigeants de sociétés par actions publiques est une question de plus en plus débattue par les médias et sur la place publique¹⁶⁵. Les tribunaux n'y font d'ailleurs pas exception¹⁶⁶. Certains y voient un affront éhonté envers les actionnaires et les diverses parties prenantes à l'activité commerciale de l'entreprise. Ils s'interrogent alors sur la justesse et les fondements d'une telle pratique dans un monde où rationalisation et efficacité économique sont le *leitmotiv* de toute compagnie¹⁶⁷. D'autres y voient plutôt une obligation afin

¹⁶¹ Voir à ce sujet John Kazanjian, « Change of Control Provisions : "Contractual Pills", dans *The 6th Queen's Annual Business Law Symposium*, Toronto, Carswell, 1999, 189.

¹⁶² Par exemple, le contrat en approvisionnement préférentiel en copeaux (valide jusqu'en 2022) entre les entités Fonds SFK Pâte et Abitibi Consolidated Inc. prévoit une « pilule contractuelle » qui, advenant un changement de contrôle de Fonds SFK Pâte, impliquerait la fin du contrat.

¹⁶³ *Supra* note 88.

¹⁶⁴ En anglais, « golden parachute ». On utilise parfois les termes « silver parachute » ou « tin parachute » pour qualifier ces conventions lorsque leurs bénéficiaires est à un échelon plus bas au sein de la hiérarchie corporative.

¹⁶⁵ D'ailleurs, il ne se passe pas une semaine sans que les divers quotidiens américains et canadiens abordent le sujet. Voir notamment l'article de Janet McFarland, « How much is too much? », *Globe and Mail*, 9 mai 2006. Pour une discussion plus étoffée sur le sujet, voir Raymonde Crête, « La rémunération excessive des dirigeants d'entreprise et le contrôle judiciaire comme instrument de gouvernance », (2004) 45 C. de D. 407.

¹⁶⁶ Par exemple, dans *UPM-Kymmene Corp. c. UPM-Kymmene Miramichi Inc.*, [2004] O.J. N° 636 (Ont. C.A.) une convention d'emploi jugée excessive fut annulée par la Cour d'appel de l'Ontario. Du côté américain, bien que la Cour en soit venue à la conclusion que les administrateurs n'avaient pas enfreint leurs devoirs fiduciaires envers l'entreprise, l'affaire *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation*, 2005 WL 20566651 (Del. Ch. 9 août 2005), confirmée par la Cour suprême du Delaware (C.A. n° 15452, 8 juin 2006), a laissé couler beaucoup d'encre.

¹⁶⁷ Force nous est de constater qu'il peut être légitime de sourciller en apprenant que les deux plus fortes rémunérations de président-directeur général (ci-après « PDG », le pendant de « chief executive officer » en anglais) au Canada, en 2005, ont été celles de Hank Swartout de Precision Drilling Trust (74,8 millions) et Hunter Harrison de La Compagnie des chemins de fer nationaux du Canada (38 millions). De plus, voir Beppi Crosariol, « Losers still win at top U.S. firms », *Globe and Mail*, 10 avril 2006 qui discute d'une étude américaine démontrant que plusieurs compagnies américaines paient « grassement » leur PDG et ce, même si la valeur pour les actionnaires diminue. Finalement, bien que l'objectif de ce mémoire ne soit pas de faire une étude des diverses problématiques entourant la rémunération des hauts dirigeants, nous référons le lecteur, notamment, aux articles de Scott Thurm, « Extra Pay : Many CEOs Receive Dividends On "Phantom" Stock », *The Wall Street Journal*, 4 mai 2006 (rémunération en actions en fonction de l'atteinte de cibles de performance) et à celui de Gretchen Morgenson, « Outside Advice on Boss's Pay

de retenir et d'attirer un personnel de direction efficace et compétent. C'est dans un tel contexte que nous discuterons, brièvement¹⁶⁸, des parachutes dorés, une autre mesure faisant partie de l'arsenal défensif dont dispose une société face à une offre hostile. La notion de parachute doré se définit de la manière suivante :

Le terme « golden parachute » est utilisé en référence à une entente ou une clause contractuelle, généralement consentie au bénéfice d'un haut dirigeant ou d'un cadre supérieur d'une compagnie, visant à indemniser l'employé par le paiement d'une somme forfaitaire [...] en cas de changement de contrôle de la compagnie¹⁶⁹.

Au-delà de leur usage pour le recrutement des cadres et dirigeants et de leur utilité pour insuffler une dose d'objectivité dans un contexte transactionnel¹⁷⁰, les « golden parachutes » ont également comme mandat de rendre les coûts d'acquisition plus élevés tout en forçant l'acquéreur à négocier de nouvelles conventions d'emploi avec les dirigeants de la société visée. Par contre, comme l'avance Patrick L. Benaroch, bien souvent leur valeur ne représente qu'une infime partie du prix d'acquisition de la compagnie. Il s'agit alors bien davantage d'une protection pour les dirigeants en cas de changement de contrôle de l'entreprise que d'un mécanisme de défense pour la compagnie cible¹⁷¹. Abordons maintenant la structure de ce type de convention. Dans un premier temps, on définit ce que constitue un changement de contrôle en tentant souvent de donner une portée large au concept. Partant, certains abus peuvent prendre forme¹⁷². Ensuite, on détermine ce que constitue la « perte d'emploi ». En fonction de la rédaction de la clause, la cessation d'emploi peut être à la discrétion du nouvel employeur (c'est-à-dire l'acquéreur) ou du dirigeant qui, même si on lui offre un emploi dans la nouvelle entité,

May Not Be So Independent », *The New York Times*, 10 avril 2006 (manque d'indépendance des consultants en ressources humaines).

¹⁶⁸ Pour une analyse plus poussée sur le sujet, Patrick L. Benaroch, « Les « golden parachutes » : atterrissage parfois soudain », Service de la formation permanente, Barreau du Québec, *Développements récents en droit du travail*, Cowansville, Yvon Blais, 1999 à la p. 101 et Marie Giguère, « La protection des dirigeants ou l'art de ménager ses arrières », (1988, banque de documents du cabinet d'avocats Fasken Martineau Dumoulin LLP).

¹⁶⁹ *Supra* note 168, à la p. 104.

¹⁷⁰ En effet, des conflits d'intérêts peuvent naître lors de l'évaluation d'une offre au sein de l'équipe de direction de la société visée. Ce faisant, en garantissant une prime de départ substantielle s'il y a un changement de contrôle, on vient alors contrebalancer la tendance qu'elle pourrait avoir à défendre ses postes à tout prix. Toutefois, à l'inverse, un « boni » trop élevé pourrait avoir l'effet pernicieux d'encourager la direction à donner son accord à une transaction même si celle-ci n'est pas optimale pour l'actionnariat.

¹⁷¹ *Supra* note 168, à la p. 106.

¹⁷² Prenons l'exemple de la conversion en fiducie de revenu de Precision Drilling Trust en 2005. Cette modification corporative a été considérée comme un « changement de contrôle » donnant ouverture au parachute doré de son PDG malgré le fait qu'aucun changement réel n'eut lieu au niveau pratique et que seule la structure opérationnelle a été modifiée. Hank Swartout a reçu notamment une somme de 2,9 millions comme prime de retraite (même s'il reste PDG de la nouvelle entité) et de 12,6 millions à titre de prime de séparation! Pour une discussion sur cette affaire, voir Patrick Brethour & Sinclair Stewart, « The Insider's Take », *Globe and Mail*, 8 avril 2006.

peut décider de quitter. Finalement, il y a une disposition prévoyant l'ouverture du parachute, c'est-à-dire le paiement d'une somme forfaitaire équivalant à un nombre précis multiplié par le salaire annuel du dirigeant¹⁷³.

3. Formation d'alliances stratégiques :

Une entreprise peut, en outre, se prémunir contre une OPA hostile en tentant de former des alliances stratégiques¹⁷⁴. Bien que la notion de « joint venture » ne soit pas définie directement en droit canadien et américain¹⁷⁵, Pierre A. Cossette, lors de son étude de cette institution, définit le concept de la manière suivante :

Nous entendons par regroupement momentané d'entreprises, un accord de collaboration entre deux ou plusieurs entreprises en vue de la réalisation d'un projet spécifique. Ce projet peut n'être que de courte durée ou s'échelonner sur plusieurs années. Il est conclu entre deux entreprises c'est-à-dire entre deux entités qui mènent, parallèlement au projet commun, des activités qui leur sont propres et qui, pour cette raison, n'entendent pas consacrer au projet commun la plus grande partie de leurs ressources¹⁷⁶.

La doctrine reconnaît 7 critères de formation pour la création d'un « joint venture ». Il s'agit essentiellement d'une relation contractuelle (i) basée sur une communauté d'intérêts (ii) créée à partir d'un apport dont chacune des parties demeurent propriétaires (iii). Partant, les parties contractantes, par l'entremise d'une gestion conjointe (iv) et avec comme objectif la recherche d'un profit (v), s'engagent alors à partager les bénéfices (vi) pour la durée de réalisation du projet commun (vii)¹⁷⁷. De plus en plus populaire¹⁷⁸, la réalisation de telles

¹⁷³ Certains exemples assez éloquentes sont énumérés dans Maurice & Paul Martel, *Les aspects juridiques de la compagnie au Québec*, Montréal, Wilson & Lafleur/Martel, 2005, p. 23-82 (note de bas de page 279). On fait alors allusion au 85 millions reçus par le PDG de Revlon Inc., Michel C. Bergerac en 1985 et aux 145,4 millions empochés par John Roth en 2000, le PDG sortant de Nortel Networks Corp. On discute aussi du parachute doré de 85,8 millions obtenu par le PDG de Canadian Pacific Ltd., David P. O'Brien, suite au « spin off » en 2001 de ses 5 filiales : Canadian Pacific Railway Ltd., CP Ships Ltd., Fairmont Hotels & Resorts Inc., PanCanadian Petroleum Ltd. et Fording Inc.

¹⁷⁴ On entend ici par « alliance stratégique », la notion de « joint venture » également décrite par les termes : regroupement momentané d'entreprises, entreprise commune, entreprise en coparticipation ou consortium.

¹⁷⁵ Créature de la common law américaine, le « joint venture » est plutôt conceptualisé à travers la jurisprudence.

¹⁷⁶ P. A. Cossette, « Les groupements momentanés d'entreprises (joint venture) : nature juridique en droit civil et en common law », (1984) 44 R. du B. 463 à la p. 465. Pour un texte ayant une approche plus pratique sur le sujet, voir C. Perron & H. H. Mai, « Quelques réflexions sur la notion et l'application du joint venture au Québec » dans D.-C. Lamontagne, dir., *Droit spécialisé des contrats, Vol.2*, Cowansville (Qc), Yvon Blais, 1999 à la p. 345.

¹⁷⁷ Nous empruntons cette nomenclature des éléments donnant naissance à un « joint venture » de C. Perron & H. H. Mai, « Quelques réflexions sur la notion et l'application du joint venture au Québec », *supra* note 176. Notons également que le « joint venture » peut se faire par la création d'une entité corporative créée pour les fins de la réalisation du projet commun plutôt que de manière contractuelle.

¹⁷⁸ Par exemple, Abitibi Consolidated Inc. et Louisiana Pacific Corporation, un des plus gros fournisseurs de matériaux de construction en Amérique du Nord, ont conclu un « partenariat » à partir de l'entité Abitibi LP Engineered Wood pour exploiter deux usines au Québec. Barrick Gold Corporation a fait de même en formant,

ententes est très complexe et une rédaction pointue par des initiés de cette institution est nécessaire ou à tout le moins fortement recommandée. En effet, la notion d'entreprise commune peut, bien qu'elle soit différente, de par son fonctionnement et sa finalité, être assimilée, de manière inopportune et avec des résultats loin de l'intention commune des parties, au concept de société en participation¹⁷⁹. Mais quel est l'intérêt de ce type de convention dans un contexte d'OPA? De par sa nature *intuitu personae*, le contrat de « joint venture » comprend généralement et, certainement si on désire l'utiliser pour nuire à un éventuel offrant hostile, une clause de droit de retrait établissant un mécanisme « d'évacuation » advenant le changement de contrôle d'une des parties. Le contenu de cette disposition peut prévoir, par exemple, que si une des deux entreprises est acquise sans le consentement de l'autre, cette dernière aura le droit d'acquérir, à un coût plus bas que la juste valeur marchande, les actifs du « joint venture ». Ce faisant, lorsque le projet structuré sous forme de « joint venture » est important et représente une source substantielle de profits ou de bénéfices potentiels, une offre non sollicitée peut alors devenir une avenue à proscrire. Finalement, notons, en terminant, qu'une société craignant de devenir la cible d'une offre hostile peut aussi se prémunir contre un assaillant en ajoutant, par le truchement d'un placement privé, un actionnaire important à son capital-actions¹⁸⁰.

1.1.6.2. Mesures actives :

1. Frais de résiliation¹⁸¹ :

On peut définir simplement la notion de frais de rupture comme étant une disposition contractuelle qui édicte que l'offrant¹⁸², si la transaction échoue, a droit à une somme forfaitaire

notamment une coentreprise avec Kinross Gold Corporation pour exploiter la mine de Round Mountain au Nevada et avec Falconbridge Limited pour un gisement de nickel à Kabanga en Tanzanie. Sur un plan plus local, les compagnies québécoises Junex Inc. et Petrolia Inc. ont conclu un « joint venture » pour exploiter le potentiel en hydrocarbure de la Gaspésie. L'entente prévoit que Junex Inc. fournit les compétences techniques et Pétrolia Inc., les ressources financières.

¹⁷⁹ Voir les articles 2250 à 2266 du *Code civil du Québec*. Le « joint venture » se dissocie de cette notion notamment en raison de l'absence d'intention de s'associer et du caractère ponctuel de l'entreprise.

¹⁸⁰ La banque américaine Sovereign Bancorp Inc. a émis en octobre 2005 des titres à Grupo Santander (la plus grande banque d'Espagne) représentant 19,8 % de son capital-actions. Elle s'est ainsi protégée d'une offre non sollicitée en se plaçant sous l'égide du bloc d'actions de Grupo Santander. La société visée doit toutefois être consciente qu'une émission de l'ordre de 25 % ou plus (20 % dans le cas de la Bourse croissance TSX) de son capital-actions doit être approuvée par résolution ordinaire de l'assemblée des actionnaires en vertu des articles 607(g) du Guide TSX et 1.10 de la Politique 4.1 du Guide TSX croissance.

¹⁸¹ Les termes indemnité de rupture, frais de rupture ou, en anglais, « break up fees » et « termination fees » sont également utilisés. Pour une discussion générale sur la notion de frais de rupture, G. Bugaud, « Break-up Fees in Canadian Corporate Acquisitions », (1996) 8 Corp. Gov. Rev. 3.

en guise de compensation pour avoir fait une offre¹⁸³. Ainsi, l'objectif est d'attirer, à l'aide d'un appât monétaire, un offrant en le compensant pour les frais, le temps, les efforts et la perte d'opportunité liés au lancement de son offre¹⁸⁴. De façon incidente, l'indemnité de rupture peut agir à titre de mesure défensive en raison du fait que ces frais devront être supportés par l'offrant subséquent s'il devient l'acquéreur de la société cible¹⁸⁵. Le défi pour les parties signataires d'une convention comprenant des frais de résiliation est de quantifier leur valeur. En effet, si les frais sont trop élevés et empêchent une vraie enchère sur la société cible¹⁸⁶, les autorités règlementaires ainsi que les actionnaires et les autres parties intéressées pourraient les contester¹⁸⁷. Depuis 1998 et l'affaire *CW Shareholdings*¹⁸⁸, la Cour propose un test pour déterminer le bien fondé des frais de rupture¹⁸⁹. Cet examen se divise en 3 étapes. Dans un premier temps, ils doivent être nécessaires pour permettre la venue d'une offre. Ensuite, il faut que cette nouvelle offre octroie plus de valeur aux actionnaires. Finalement, ils doivent

¹⁸² Les frais de résiliation s'appliquent généralement dans un contexte d'offre amicale ou si, suite à une offre hostile, un nouvel offrant vient s'interposer avec l'aval de la société cible et fait une offre. On parle alors d'un « chevalier blanc » (en anglais « white knight »). Soit dit en passant, la recherche d'un « chevalier blanc » est habituellement un des premiers gestes qui est posé suite à une offre hostile. Par ailleurs, il est possible que certains frais de résiliation soient inversés, c'est-à-dire que c'est l'offrant qui, advenant l'échec de la transaction, doit payer un montant à la société visée. Par exemple, lors de l'achat de Optipress Inc. par Transcontinental Inc. en janvier 2004, Transcontinental Inc. aurait été tenue de payer des frais de rupture de 1 million de dollars si l'opération avait échoué suite à la révision du bureau de la concurrence. Il en est de même pour l'acquisition de Maytag Corporation (ci-après « Maytag ») par Whirlpool Corporation (ci-après « Whirlpool ») en mars 2006 qui prévoyait que Whirlpool devait payer une somme forfaitaire à Maytag si la transaction n'était pas acceptée par les autorités en droit de la concurrence.

¹⁸³ Parfois, cette somme peut se diviser en deux parties. D'une part, des « frais d'arrivée » (« hello fees »), remis lors du lancement de l'offre. D'autre part, des « frais d'au revoir » (« goodbye fees »), payés si la transaction n'est pas complétée.

¹⁸⁴ Les frais de résiliation se retrouvent généralement dans une lettre d'intention ou dans une convention de support. Exceptionnellement, ils peuvent être prévus dans la convention de dépôt de l'actionnaire vendeur.

¹⁸⁵ Notons qu'en pratique, ces frais seront rarement payés car, généralement, le bénéficiaire de cette somme sera en mesure de devenir propriétaire de la société visée. Toutefois, voici quelques opérations où des frais de rupture ont dû être payés : ThyssenKrupp AG qui perd l'offre sur Dofasco Inc. au profit de Arcelor SA en 2006 (215 millions, représentant 3,8 % sur une opération de 5,6 milliards), Rogers Communications Inc. qui perd la bataille pour le Groupe Vidéotron Limité en faveur de Quebecor Inc. en 2000 (241 millions, c'est-à-dire 4 % sur une transaction de 6 milliards) et American Home Products Corp. qui perd l'offre sur Warner-Lambert Co. au profit de Pfizer Inc. en 1999 (1,8 milliard, 2 % de la valeur de l'opération de 90 milliards). Cette dernière affaire a d'ailleurs été contestée en Cour sans succès.

¹⁸⁶ *Infra* section 4.1.2.

¹⁸⁷ Par exemple, Stephen Jarislowsky de la firme de conseillers en placements Jarislowsky Fraser Limitée est « monté aux barricades » en qualifiant les « break up fees » de 320 millions dans la transaction entre Inco Ltd. et Falconbridge Ltd. (3,2 % de l'opération) de « pot de vin ». La transaction entre La Financière Sun Life du Canada Inc. et Clarica Financial Services en 2002 avec ses frais de résiliation de 4,5 % (310 millions) a également été fortement contestée par la Caisse de dépôt et de Placement du Québec (ci-après « CDPQ »). D'un autre côté, un argument pour contrer une position à l'effet que les frais de rupture nuisent à l'augmentation de la valeur pour les actionnaires pourrait être que, en faisant une nouvelle offre avec une prime sur le cours du titre, l'offrant insuffle alors de la valeur dans le titre de la société visée ce qui compense l'octroi de frais de résiliation en cas d'échec de l'offre.

¹⁸⁸ *Supra* note 83.

¹⁸⁹ En droit américain, l'arrêt-clé analysant la notion de « break up fees » est *Brazen c. Atlantic Corp.*, 695 A.2d 43 (Del. 1997). Des frais de résiliation de 550 millions représentant 2,5 % de la valeur totale de la transaction ont alors été jugés raisonnables par la Cour suprême du Delaware. Pour une discussion sur la conceptualisation américaine des « termination fees », voir T. W. Bates & M. L. Lemmon, « Breaking Up is Hard to Do? An Analysis of Termination Fee Provision and Merger Outcomes » : http://home.business.utah.edu/finmll/research/Termfees_IFE2002-265_final.pdf (page consultée le 6 juin 2006 à 11h50).

représenter un équilibre entre une stimulation et un freinage de l'enchère sur la compagnie cible. En procédant à cette analyse, le Juge Blair de la Cour supérieure de l'Ontario en vient à la conclusion, en l'espèce, que des frais de résiliation de 30 millions de dollars représentant 2,6 % de la valeur de l'offre sont raisonnables. Toutefois, la cour dit seulement qu'ils doivent être « raisonnables » et ne propose aucune échelle de valeurs¹⁹⁰. Plus récemment la Cour d'appel de la Colombie-Britannique, en acceptant qu'une société se base sur une opinion de ses conseillers financiers à l'effet que des frais de rupture entre 3 % et 5 % de la transaction puissent être raisonnables, est venue encadrer un peu plus la notion de frais de résiliation¹⁹¹. En définitive, bien que ce jugement applique le droit américain, la décision dans *In Re Toys "R" Us*¹⁹², qui entérine des frais de résiliation de 3,75 % de la valeur de la transaction en se basant fortement sur la notion de l'appréciation commerciale¹⁹³, vient donner une certaine « souplesse » aux conseils d'administration qui font face à des questions concernant les frais d'indemnité de rupture¹⁹⁴. D'un autre côté, la porte est peut-être maintenant ouverte à certains excès¹⁹⁵?

¹⁹⁰ Pour une analyse étoffée des frais de résiliation en fonction de la valeur des transactions et de certains autres paramètres, voir le document (à jour en date de septembre 2001) « Breaking Up Is Hard To Do » de la firme Gowling Lafleur Henderson LLP : <http://www.gowlings.com/resources/newsletterPDFs/MAUpdateSep2001.pdf> (page consultée le 6 juin 2006 à 12h). Cette étude en vient notamment à la conclusion que plus la valeur de la transaction est élevée, plus la proportion des frais de résiliation par rapport au coût total de l'opération aura tendance à diminuer. Elle établit aussi le barème suivant en fonction du montant de l'opération : 0 à 50 millions, moyenne de 4,14 %; 50 à 100 millions, moyenne de 4,87 %; 100 à 250 millions, moyenne de 3,65 %; 250 à 500 millions, moyenne de 3,92 %; 500 millions à 1 milliard, moyenne de 2,91 %; plus de 1 milliard, moyenne de 2,82 %. Voir également R. A. Shaw, « Hostile Takeover Bids : Defensive Strategies », (2000) 38 Alberta L. Rev. 111 à la p. 133 qui les évaluent entre 2 % et 4 %. Pour une discussion sur la valeur des frais de rupture pour certaines transactions plus récentes, voir Peter Brieger, « Sealing the deal : Are rich break fees simply the cost of getting a merger done or an unfair roadblock to opposing suitors? », National Post, 18 novembre 2005.

¹⁹¹ *Re Pacifica Papers Inc.*, [2001] B.C.J. No 1484 au para. 118, confirmée en Cour d'appel dans *Re Pacifica Papers Inc.*, [2001] B.C.J. No 1741. La Cour accepte, en l'espèce, des frais de résiliation de l'ordre de 4,5 % de la valeur de l'opération. Notons aussi que la majorité des investisseurs institutionnels ont des politiques concernant la raisonnable des frais de rupture. Par exemple, dans son guide sur le vote par procurations, le Fond de pension des employés municipaux de l'Ontario (ci-après « OMERS ») établit qu'il s'oppose généralement à des frais de rupture de plus de 2,5 % : http://www.omers.com/userfiles/page_attachments/Library/1/pvg_3542832.pdf (page consultée le 7 juin 2006 à 9h).

¹⁹² *In Re Toys "R" Us, Inc. Shareholders Litigation*, WL 1587416 (Del. Ch. 2005).

¹⁹³ *Infra* 4.1.1.2.

¹⁹⁴ Sandra Rubin, « No breaking with tradition », National Post, 23 novembre 2005.

¹⁹⁵ Si on se fie aux décisions dans *In Phelps Dodge Corp. c. Cyprus Amax Minerals Co.*, C.A. No 17398 (Del. Ch. 1999) et *First Union Corporation c. SunTrust Banks Inc.*, 2001 N.C.B.C 09 qui ont validé respectivement des frais de rupture de 6,3 % et 6 %, on peut être en droit de croire que, bien que ces jugements soient des cas isolés, des abus soient possibles.

2. Vente d'actifs :

Une convention de blocage d'actifs¹⁹⁶ peut être une autre mesure défensive pouvant nuire à un offrant hostile. Il s'agit essentiellement d'une disposition qu'on retrouve dans un des contrats afférents à l'offre¹⁹⁷ qui édicte que certains actifs de la société visée devront être vendus à l'offrant et ce, malgré l'échec de la transaction. Partant, l'acheteur potentiel est incité à déposer une offre en raison du « prix de consolation » qu'il peut obtenir et, quant à elle, la société cible devient moins attrayante face aux autres acheteurs qui ne pourront pas bénéficier des « actifs bloqués ». Bien qu'elles soient moins fréquentes en pratique, les tribunaux canadiens ont reconnu la validité de ces dispositions dans la mesure où certains critères sont respectés¹⁹⁸. Tout d'abord, le processus suivi par la compagnie cible pour maximiser la valeur pour ses actionnaires doit être fait en respect des devoirs fiduciaires des administrateurs¹⁹⁹. Ensuite, la convention de blocage doit représenter un équilibre entre une stimulation et un freinage de l'enchère sur la compagnie visée tout en octroyant une valeur raisonnable aux actifs « entiers ». Finalement, l'offre engendrée par cette mesure doit créer assez de valeur pour justifier le blocage des actifs²⁰⁰. Nous voulons aussi aviser le lecteur que, d'une part, la notion de blocage d'actifs peut également prendre la forme d'un octroi d'options d'achat d'actions de la société cible conditionnel à l'échec de la transaction²⁰¹. D'autre part, il ne faut pas confondre cette mesure de protection avec une autre stratégie défensive, parfois utilisée sur le continent européen, et connue sous le terme de « défense Gucci »²⁰².

¹⁹⁶ Le vocable « asset lock-up » est utilisé en anglais. On parle parfois également de « crown jewel ».

¹⁹⁷ *Supra* section 1.1.5.

¹⁹⁸ *CW Shareholdings*, *supra* note 83.

¹⁹⁹ *Infra* section 4.1.1.

²⁰⁰ Par exemple, suite à l'OPA hostile de Alcan Inc. sur Pechiney SA en 2003, Pechiney SA avait considéré la possibilité de vendre sa division d'emballage afin de nuire à Alcan Inc. Finalement cette menace ne sera pas mise à exécution et l'entreprise québécoise mettra la main sur son compétiteur français à la fin de 2003. Cette même stratégie fut également utilisée en 1997 lors de l'offre non sollicitée du Groupe Saputo Inc. sur Ault Foods Limited (ci-après « Ault »). Dans l'optique d'attirer un chevalier blanc, Ault, dans sa convention d'acquisition avec Parmalat Foods Inc. (ci-après « Parmalat »), offrit un droit d'achat sur certains de ses actifs situés au Québec dans l'éventualité où la transaction échouerait. Notons aussi que, dans cette affaire, des frais de résiliation furent accordés à Parmalat. Cette combinaison de mesures défensives est maintenant reconnue comme étant valide depuis le jugement *CW Shareholdings*, *supra* note 83.

²⁰¹ À titre indicatif, la fusion proposée entre la Banque Royale du Canada et la Banque de Montréal en 1998 prévoyait que chacune des banques s'accordait réciproquement une option pour acquérir des titres de l'une ou l'autre des banques, au prix antérieur à la fusion. Comme nous le savons la transaction a été bloquée par le gouvernement fédéral et un moratoire sur les fusions entre les banques est maintenant en vigueur. Toutefois, cette pratique n'est pas fréquente au Canada et la vision des ACVM n'est pas claire quant à l'utilisation de cette technique défensive.

²⁰² Cette mesure défensive, qui peut paraître « exotique » aux yeux des nord américains, tire son nom de la « saga » entre le Groupe Gucci NV (ci-après « Gucci ») et Louis Vuitton SA (ci-après « LV ») qui culmina en la vente de Gucci

3. Modification de la structure du capital²⁰³ :

Cette manœuvre défensive consiste simplement à diminuer les liquidités tout en endettant la société visée dans l'optique de rendre sa structure en capital moins attrayante. Pour ce faire, la compagnie cible peut, d'une part, procéder à une OPR qu'elle financera à même ses liquidités disponibles et par l'entremise d'emprunts. De ce fait, elle augmentera la valeur de ses actions²⁰⁴, réduisant ainsi l'écart entre le prix de l'offre et le cours du marché²⁰⁵. D'autre part, elle peut également décider, dans le dessein d'accroître sa dette, d'émettre un dividende à l'ensemble de son actionariat²⁰⁶.

4. Défense de « just say no²⁰⁷ » :

Une défense de « just say no » est simplement le refus par une compagnie visée d'être acquise par une autre entité en prohibant l'achat par un amalgame de mesures de protection. En raison notamment de la conceptualisation de la notion de pilule empoisonnée en droit américain, il est loisible à une société de refuser une offre²⁰⁸. Du côté canadien, la situation est

à la rivale de LV, PPR SA, en 2001. Suite à une OPA hostile de LV, Gucci avait créée une fiducie aux Pays-Bas afin de « sanctuariser » certains de ses actifs et, par le fait même, nuire à LV. Récemment (avril 2006), Arcelor SA, en réponse à l'offre non sollicitée de Mittal Steel Co., a procédé de la même manière et a décidé de transférer sa filiale, nouvellement acquise, Dofasco Inc., (suite à sa « bataille corporative » avec ThyssenKrupp AG) à « l'abri » au sein d'une fiducie basée aux Pays-Bas. Notons qu'Arcelor SA a finalement accepté l'offre d'achat de Mittal Steel Co. (le 25 juin 2006). Pour une discussion sur l'origine et les fondements de ce stratagème défensif, voir Adam Cohen, « Going Dutch Has New Meaning in Corporate Takeover Battles », *The Wall Street Journal*, 30 mai 2006.

²⁰³Le vocable recapitalisation peut également être utilisé.

²⁰⁴En raison du phénomène de la concentration de la valeur. Le marché voit généralement d'un bon œil les OPR. D'une part, l'entreprise envoie un signal aux investisseurs que, selon la direction de l'entreprise, les perspectives futures de la compagnie sont favorables et, d'autre part, la distribution de son encaisse à son actionariat envoie comme message que la société voit en son titre le meilleur investissement disponible.

²⁰⁵Un bel exemple d'une OPR dans le contexte d'une offre hostile est le rachat par Air Canada de plus de 35 % de son capital-actions en réponse à l'offre hostile d'Onex Corporation en 1999. Malgré la « victoire » d'Air Canada, cette mesure défensive combinée à l'achat de Canadian Airlines coûtera plus de 1,2 milliards à l'entreprise et déséquilibrera de façon majeure sa structure en capital. Pour une analyse fort étoffée de la saga d'Air Canada et d'Onex Corporation, certainement une des plus grandes « batailles corporatives » de l'histoire canadienne, voir Sean M. Hennessey, « Corporate Governance Mechanisms in Action : The Case of Air Canada », <http://www.upei.ca/~sbusines/faculty/hennessey/research/mechanisms.pdf> (page consultée le 7 juin 2006 à 12h24). Pour un examen de l'OPR sur un plan économique, voir A. K. Dittmar, « Why do firms repurchase stock », (2000) *J. Bus. L.* 73, p. 331 et T. Nohel & V. Tarhan, « Share repurchases and firm performance : new evidence on the agency costs of free cash flow », (1998) *J. Fin. Econ.* 49, p. 187.

²⁰⁶La Compagnie Inco Ltd., en 1988, en même temps qu'elle introduisait pour la première fois le concept de « poison pill » au Canada (*supra* section 1.1.6.1(1)), accorda à ses actionnaires un dividende spécial de 1 milliard de dollars. Bien qu'elle prit soin de dire que la combinaison de ces deux mesures n'était liée à aucune rumeur d'offre, on peut aisément en douter! Pour une vision économique concernant l'émission d'un dividende spécial, D. J. Denis, « Defensive changes in corporate payout policy : Share repurchases and special dividends », (1990) *J. Fin.* 45, p. 1433.

²⁰⁷Cette mesure défensive tire son nom de la campagne contre l'abus de drogue de Nancy Regan (épouse de Ronald Regan, Président des États-Unis de 1981 à 1989). Son intervention était alors centrée sur la phrase « just say no to drugs ». Ainsi, cette méthode défensive est parfois qualifiée de « Nancy Regan defence ».

²⁰⁸*Supra* note 156. Voir la décision *Paramount Communication Inc. c. Time Inc.*, 571 A.2d 1140 (Del. 1990) qui reconnaît qu'une entreprise peut continuer sa stratégie corporative si elle ne se met pas en jeu par ses gestes (*infra* section 4.1.2).

toutefois différente²⁰⁹. Bien que cette manœuvre défensive n'ait pas encore ses lettres de noblesse, nous sommes d'opinion que le récent arrêt de la Cour suprême du Canada dans l'affaire *Wise*²¹⁰ vient modifier la donne en droit canadien. En effet, la Cour, en discutant du devoir fiduciaire des administrateurs d'une société²¹¹, évoque que pour déterminer ce que constitue « le meilleur intérêt de la société », en vertu de l'article 122(1)a LCSA, il peut être tenu compte des intérêts des divers acteurs corporatifs²¹². Ce faisant, en donnant ouverture à une conceptualisation allant au-delà du seul intérêt des actionnaires, la Cour facilite, à nos yeux, l'utilisation de cette stratégie défensive²¹³. Le conseil d'administration doit alors, après s'être adéquatement informé et avoir effectué des démarches raisonnables pour évaluer l'offre, décider, à la lumière des perspectives de croissance, des conséquences sur les diverses parties prenantes et, selon le contexte socio-économique du marché, que son plan d'affaires à long terme est meilleur que celui du candidat à l'acquisition. Nous considérons également que le processus ayant mené à l'acquisition de Vincor International Inc. (ci-après « Vincor ») par Consolidated Brands Inc. (ci-après « Consolidated ») en mai 2006 peut servir à titre d'exemple d'application d'une telle théorie. Dans cette affaire, en rejetant l'offre non sollicitée de Consolidated, Vincor a maintenu, jusqu'à la fin de l'offre en décembre 2005 que celle-ci était inadéquate et que l'entreprise pouvait générer plus de capitaux *in vivo* en conservant sa structure actuelle²¹⁴. À notre connaissance, il s'agit de la première fois qu'une stratégie de « just say no » était appliquée au Canada. Cette tactique a d'ailleurs été fructueuse pour Vincor car Consolidated est revenue à la charge avec une offre bonifiée²¹⁵. Bien que certains disent qu'il s'agit plutôt de l'avènement d'une défense de « just say not now »²¹⁶, nous considérons que les

Toutefois, certains auteurs américains ne voient pas en ce jugement une approbation de cette défense. Voir S. M. Bainbridge, *Corporation Law and Economics*, University Textbook Series, Foundation Press, 2002.

²⁰⁹ Tel que démontré lors de notre analyse du concept de la pilule empoisonnée (*supra* section 1.1.6.1(1)), un régime de droits au Canada ne peut pas rester en place de façon perpétuelle et doit généralement « mourir » dans les 60 jours où il est instauré. Cette tactique défensive a d'ailleurs été refusée dans l'affaire *Producers Pipeline*, *supra* note 146.

²¹⁰ *Magasins à rayons Peoples Inc. (Syndic de) c. Wise*, [2004] 3 R.C.S. 461.

²¹¹ *Infra*, section 4.1.1.1.

²¹² Pour une analyse plus poussée de cette décision et du rôle général du conseil d'administration, notamment face à une situation de changement de contrôle, voir section 4.1.

²¹³ Notons toutefois qu'une analyse du marché doit être faite préalablement à l'utilisation de ce moyen de défense (*Infra*, section 4.1.2).

²¹⁴ Notons toutefois que pour convaincre ses actionnaires de ne pas déposer leurs titres, Vincor a proposé l'octroi d'un dividende et le rachat de ses actions équivalent à 10 % de son capital social en circulation.

²¹⁵ L'offre est alors augmentée de 5,50 \$/action par rapport à l'offre initiale pour atteindre 36,50 \$/action.

²¹⁶ Nous empruntons cette expression de Boyd Erman, « Vincor Manages Rare Feat: Saying No », *National Post*, 13 décembre 2005.

sociétés visées peuvent dorénavant bénéficier d'une nouvelle « pièce d'artillerie » face à un acheteur malvenu²¹⁷.

1.2. Les transactions structurées selon le droit des sociétés²¹⁸

1.2.1. Les fusions²¹⁹ :

1.2.1.1. Qu'est-ce qu'une fusion?

On peut définir la fusion comme étant une opération faite de concert entre deux ou plusieurs compagnies qui a pour objectif la création d'une nouvelle entité qui continue leur existence respective²²⁰. L'opération a alors pour effet d'unir les patrimoines de chacune des sociétés, c'est-à-dire l'ensemble de leurs droits et obligations antérieurs au regroupement²²¹.

²¹⁷ Les mesures défensives disponibles pour contrer une OPA hostile peuvent, à bien des égards, n'avoir comme limite que la créativité des conseillers de la société cible. Nous procéderons donc à une énumération non exhaustive de certaines techniques défensives qui pourraient possiblement être utilisées : (i) une défense « pac-man », c'est-à-dire une société cible qui fait une OPA sur l'offrant; (ii) instaurer un conseil d'administration renouvelable par tranche (« staggered board »). Toutefois, cette stratégie est peu efficace au Canada compte tenu qu'un administrateur peut être destitué en tout temps selon les diverses lois corporatives. Notons aussi que le droit américain n'est pas nécessairement très à l'aise avec ce genre de pratique, voir *Mm Cos. C. Liquid Audio*, 813 A.2d 1118 (Del. 2002); (iii) l'utilisation d'actions subalternes. Par contre, cette mesure risque d'être peu concluante en raison des clauses de type « coattail » souvent associées aux actions « super votantes » (ces dispositions prévoient essentiellement, qu'advenant une transaction de changement de contrôle, elles auront les mêmes caractéristiques que les autres catégories d'actions); (iv) procéder à la conversion de la cible en fiducie de revenu (ex : *Fording Canadian Coal trust*); (v) faire une réorganisation corporative; (vi) effectuer des contestations judiciaires; (vii) bloquer l'accès au data room (cette pratique a été jugée légale dans *CW Shareholdings*, supra note 83); (viii) tenter de retarder une assemblée des actionnaires requise comme condition de l'offre (cette stratégie a toutefois été mise en doute dans *Riocan Real Estate Investment Trust c. RealFund*, [1999] O.J. N° 1349); (ix) entreprendre du lobbying politique (ex : OPA hostile d'Onex Corporation sur Air Canada).

²¹⁸ En plus du processus de l'OPA, un initiateur amical peut arriver au même but en proposant aux actionnaires de la société convoitée de transformer leurs actions en actions d'une société issue d'une fusion, d'accepter un arrangement statutaire impliquant un regroupement de sociétés ou de procéder à une restructuration du capital-actions. Notons également que l'AMF a émis certaines craintes si une transaction semble emprunter l'avenue du droit des sociétés plutôt que celle plus contraignante du droit des valeurs mobilières tel qu'établi dans *Les arrangements statutaires et offres publiques*, (2000) 31 B.C.V.M.Q. N° 37. Toutefois, quelques mois plus tard, n'ayant pas de « support » des autres commissions des valeurs mobilières provinciales, l'AMF revient sur sa position dans son bulletin hebdomadaire (2001) 32 B.C.V.M.Q. N° 26. Le Professeur Stéphane Rousseau a d'ailleurs, à la demande de l'AMF, publié un rapport à ce sujet qui en vient à la conclusion qu'il est souhaitable d'étendre le Titre IV de la LVMQ à de telles opérations. Voir à ce sujet, Stéphane Rousseau, « Les prises de contrôle réalisées par la voie d'arrangement statutaire, de fusion ou de restructuration du capital-actions : une étude du rôle de la Loi sur les valeurs mobilières, Rapport préparé pour la Commission des valeurs mobilières du Québec (2 avril 2002). Finalement, lors de notre exposé sur cette section du mémoire, nous référerons à la fois, lorsque les notions sont connexes, aux dispositions de la LCSA, de la LCQ et du *Ontario Business Corporation Act*, RSO 1990, c. B.16 (ci-après « OBCA »).

²¹⁹ Pour une illustration de la chronologie d'une transaction structurée sous forme de fusion, voir l'annexe 5.

²²⁰ On peut comparer la fusion au phénomène de deux rivières qui, en se réunissant, forment un fleuve. Bien que cette analogie puise, *a priori*, paraître simpliste, elle illustre tout de même bien le résultat de cette structure transactionnelle.

²²¹ 186 LCSA, 123.120 LCQ et 179 OBCA.

Préalablement au début du processus de fusion, deux obligations doivent être respectées. Dans un premier temps, les entités désirant s'unir sont tenues de provenir de la même juridiction d'incorporation²²². Par exemple, une compagnie dont la loi constitutive prend sa source dans une autre loi que la LCSA ne peut pas procéder à une fusion avec une compagnie régie par la LCSA. Pour résoudre cette problématique, la majorité des lois corporatives prévoit la possibilité de proroger, c'est-à-dire de « continuer » une entité sous une autre loi corporative²²³. Par exemple, une société soumise à la LCSA peut se proroger en une compagnie de la OBCA et, à l'inverse, une entité régie par l'OBCA peut se « continuer » selon la LCSA²²⁴. Notons toutefois que la LCQ ne prévoit pas de tel mécanisme de continuation avec comme résultat qu'une fusion entre une entité de la LCQ et une autre de la LCSA est impossible. Il en est de même pour une fusion entre une entreprise soumise à la LCQ et une compagnie régie par le régime de l'OBCA ou toutes autres lois corporatives d'une autre province²²⁵. Dans un deuxième temps, certains critères de solvabilité doivent être respectés. Au fédéral et en vertu de la OBCA, la règle est que, d'une part, chaque société fusionnante et la compagnie issue de la fusion soient en mesure d'acquitter leur passif respectif à échéance²²⁶. D'autre part, la valeur de réalisation de l'actif de la société issue de la fusion ne doit pas être inférieure au total de son passif et de son capital déclaré²²⁷. La LCQ, quant à elle, impose des tests de solvabilité semblables à ceux de la LCSA à la différence que seule la société issue de la fusion doit les rencontrer²²⁸. Ces obligations préliminaires respectées, le processus de la fusion peut alors se mettre en branle.

²²² 181 LCSA, 123.115 LCQ et 174 OBCA.

²²³ 187, 188 LCSA et 180 OBCA. Les lois corporatives de la Colombie-Britannique, de l'Alberta, de la Saskatchewan et du Manitoba ont également des dispositions législatives à cet effet.

²²⁴ Du point de vue de la compagnie assujettie à la LCSA, on dira qu'elle s'exporte en compagnie de l'OBCA si elle devient régie par cette loi (188 LCSA). Dans le cas où c'est la société de l'OBCA qui devient une compagnie de la LCSA, on dira plutôt qu'il y a importation (187 LCSA).

²²⁵ Sur un plan pratique, cette différence de la LCQ est fort inappropriée et une modification législative serait de mise comme l'évoquent notamment les auteurs Martel, *supra* note 173 à la p. 33-4. Une alternative pour pallier à ce manque serait possiblement de procéder par voie d'arrangement (*infra*, section 1.2.2).

²²⁶ 185(2)a)(i) LCSA et 178(2)a)(i) OBCA. Partant une fusion ne peut pas avoir lieu avec une compagnie insolvable. Le mécanisme de l'arrangement s'avère alors une alternative valable (*infra*, section 1.2.2).

²²⁷ 185(2)a)(ii) LCSA et 178(2)a)(ii) OBCA. Le capital déclaré est le pendant du terme capital-actions émis et payé de la LCQ. Le poste capital déclaré se retrouve au sein du poste « avoir des actionnaires » (ce qui inclus le capital déclaré et les bénéficiaires non répartis) du bilan de l'entreprise.

²²⁸ 123.116 LCQ. Ce faisant, une fusion avec une société insolvable est permise ce qui est sur le plan fiscal fort intéressant en ce sens que le passif accumulé par l'une des entités (perte fiscale) peut servir à diminuer le revenu imposable de la nouvelle compagnie fusionnée. Notons aussi que l'article 123.167 LCQ permet aux administrateurs, à leur choix, d'utiliser la valeur de réalisation de l'actif ou bien sa valeur comptable. Finalement la LCQ, à la différence de la LCSA, prévoit, en vertu de l'article 123.121 LCQ, une responsabilité personnelle aux administrateurs des compagnies fusionnantes s'ils autorisent une fusion qui ne respecte pas les règles de solvabilité ci-haut mentionnées.

1.2.1.2. Le processus de la fusion :

1. Fusion ordinaire²²⁹ :

On peut diviser le processus de la fusion ordinaire essentiellement en trois étapes distinctes. Tout d'abord, les parties décident de conclure un contrat de fusion²³⁰ qui énonce notamment les modalités et conditions afférentes à l'opération²³¹. Un des éléments les plus complexes et les plus importants lors de la négociation de la convention de fusion est la manière dont les titres des entités fusionnantes seront convertis afin de former le capital-actions de la nouvelle compagnie²³². Ensuite, la décision de procéder à la fusion doit être entérinée, lors d'une assemblée spéciale convoquée aux fins particulières de cette opération, par un vote aux deux tiers des détenteurs d'actions votantes et non votantes de chacune des compagnies voulant fusionner²³³. Afin d'éviter que la transaction soit assujettie au vote de ses actionnaires, la société qui se propose d'acheter la compagnie cible incorpore généralement une filiale à titre de véhicule transactionnel²³⁴. Par ailleurs, un particularisme de la LCQ est que le conseil d'administration de chacune des entités doit adopter un règlement qui approuve la convention de fusion et autorise les administrateurs à signer les statuts de fusion²³⁵. C'est ce règlement qui est présenté à l'assemblée pour obtenir l'aval des actionnaires. La LCSA, quant à elle, requiert plutôt que ce soit la résolution du conseil d'administration des compagnies qui soit acceptée par

²²⁹ La fusion ordinaire est le véhicule usuel pour procéder à l'union de deux ou plusieurs entités dans un contexte transactionnel. La fusion simplifiée, quant à elle, sert plutôt de mécanisme lors de réorganisation de la structure interne d'une entreprise.

²³⁰ 182(1) LCSA, 123.122 LCQ et 175(1) OBCA.

²³¹ Par exemple, on y édicte notamment les renseignements qui doivent apparaître dans les statuts de constitution de la nouvelle société, on énonce quel règlement s'appliquera. Celui d'une des sociétés fusionnantes ou un nouveau règlement. En outre, une décision récente vient préciser la portée d'une clause dite de « changement matériel important » (« material adverse change ») se retrouvant généralement dans les conventions de fusion. La décision *Frontier Oil c. Holly Corporation*, C.A. N° 20502 (Del. Ch. 2005) en appliquant les principes énoncés dans l'affaire *IBP Shareholders Litigation*, 789 A. 2d 14 (Del. Ch. 2001) réitère que ce type de disposition doit être interprété comme étant une mesure de protection pour l'acheteur seulement pour les événements imprévus qui menacent les revenus potentiels de la cible pour une durée de temps significative.

²³² Pour une discussion sur les éléments se retrouvant dans ce document, voir Martel, *supra*, note 173 aux pp. 33-6 et ss. Par ailleurs, notons que la convention n'est généralement pas un document très volumineux (environ 15 pages) et qu'en pratique, on parlera de fusion triangulaire ou de fusion tripartite (« three-cornered amalgamation » ou « Delaware merger ») lorsqu'une des entités fusionnantes reçoit des titres d'une autre personne morale plutôt que des titres de la société issue de la fusion. Cette modulation de la fusion est permise en vertu des articles 182(1)d) LCSA et 178(b) OBCA, mais elle est interdite au Québec à la lumière de l'article 123.122(4) LCQ. Finalement, lors de l'émission de titres dans le contexte d'une fusion, une dispense de prospectus est prévue à l'article 2.11 du Règlement 45-106. Naguère les articles 50 LVMQ et 72(1)f) LVMO.

²³³ 183(1)(3) LCSA, 123.125, 123.126 LCQ et 176(1)(3) OBCA. Notons que ce vote se fait en fonction des actionnaires présents lors de l'assemblée et que les actionnaires mécontents peuvent faire valoir leur droit de dissidence en vertu des articles 190(1) LCSA et 185(1) OBCA (*infra* section 2.3.4).

²³⁴ Une fusion simplifiée suivra entre l'offrant véritable et la compagnie issue de la fusion (*infra*, section 1.2.1.1(2)).

²³⁵ 123.124 LCQ.

les actionnaires lors de l'assemblée extraordinaire²³⁶. Au surplus, si la transaction proposée brime les droits, privilèges, conditions ou restrictions afférents à une catégorie d'actions, les actionnaires de cette catégorie votent alors séparément et doivent approuver l'opération également au deux tiers de leurs voix²³⁷. Finalement, suite à l'approbation des actionnaires de chacune des entités fusionnantes, les statuts de fusion, rédigés conformément à la convention de fusion, sont signés par un administrateur de chacune des entités partie à l'acte de fusion et ensuite déposés auprès du registraire des entreprises (LCQ) ou du Directeur nommé en vertu de la LCSA²³⁸. Sur réception, un certificat de fusion est émis et la transaction prend effet à la date qui y apparaît²³⁹.

2. Fusion simplifiée :

La fusion simplifiée est un processus de fusion « épuré » qui ne nécessite pas la rédaction d'une convention de fusion et l'approbation des actionnaires. Ce type de fusion se divise en deux catégories. D'une part, la fusion est dite « verticale » lorsqu'une société mère et une ou plusieurs de ses filiales, dont elle est entièrement propriétaire²⁴⁰, décident de s'unir en une seule et même entité²⁴¹. D'autre part, il y a une fusion qualifiée d'« horizontale » s'il s'agit plutôt d'une ou plusieurs filiales propriétés exclusives d'une même société mère qui procèdent à une fusion²⁴². Afin d'être validée, la fusion simplifiée nécessite seulement une résolution du

²³⁶ La convocation à l'assemblée spéciale se fait en vertu des articles 133(2), 135 LCSA, 97, 99(3) LCQ, 94(1) et 96(1) OBCA. Voir également la partie 9 du Règlement 51-102 concernant les sollicitation de procurations et circulaire, le Règlement 54-101 et les articles 149, 150 LCSA, 111 et 112(1) OBCA.

²³⁷ 183(4) LCSA, 123.127 LCQ et 176(3) OBCA. Ainsi, un petit groupe d'actionnaires peut, à l'occasion, bloquer une opération de fusion.

²³⁸ 185(1) LCSA, 123.117, 123.118 LCQ et 178(1) OBCA.

²³⁹ 186, 262(2) LCSA, 123.119, 123.120 LCQ, 179 et 273(1) OBCA. En terminant, notons que les délais afférents au processus de la fusion, plus longs que ceux de l'OPA, quoique plus similaires depuis que le délai minimum de l'OPA est de 35 jours (*supra*, section 1.1.5), font en sorte de favoriser l'arrivée de nouveaux joueurs hostiles qui peuvent nuire à la transaction convoitée par les parties à la convention de fusion. On peut prendre comme exemple le cas de la fusion proposée entre Iamgold Corporation (ci-après « Iamgold ») et Wheaton River Minerals Ltd. (ci-après « Wheaton ») en 2004. Dans cette affaire, les deux parties ont été « victimes », avant l'assemblée de leurs actionnaires respectifs convoquée pour approuver l'acte de fusion, d'offres hostiles. D'une part, Iamgold recevait une offre non sollicitée de Golden Star Resources Ltd. et, d'autre part, Wheaton voyait Cœur d'Alene Mines Corp. introduire une offre hostile sur son titre. Bien que dans les deux cas les offres non sollicitées n'aient pas été concluantes, la fusion entre les deux parties ne se produira pas et Iamgold sera plutôt acquise ultimement par Gold Field Limited et Wheaton, par GoldCorp Inc.

²⁴⁰ Dans le cas contraire, il faut alors procéder par fusion ordinaire.

²⁴¹ 184(1) LCSA, 123.129 LCQ et 177(1) OBCA. Notons aussi que la LCQ prohibe, à la différence de la LCSA et de la OBCA0, la fusion verticale d'une société mère avec une sous-filiale.

²⁴² 184(2) LCSA, 123.130 LCQ et 177(2) OBCA.

conseil d'administration des compagnies²⁴³. S'en suivent alors la rédaction et le dépôt des statuts de fusion auprès de l'autorité compétente²⁴⁴ et la délivrance du certificat attestant la fusion²⁴⁵.

1.2.2. Les arrangements statutaires²⁴⁶ :

1.2.2.1. Qu'est-ce qu'un arrangement²⁴⁷?

Un arrangement est un mécanisme permettant à une entreprise de procéder à des changements fondamentaux au sein de sa structure corporative, avec l'accord du tribunal, lorsque les dispositions législatives applicables ne sont pas en mesure de s'adapter de façon optimale au particularisme d'une opération²⁴⁸. L'arrangement a ainsi pour finalité d'offrir aux

²⁴³ Cette résolution prévoit, dans le cas de la fusion verticale que (i) les actions de la filiale seront annulées sans remboursement du capital, (ii) les statuts de fusion seront les mêmes que ceux de la société mère, (iii) la société issue de la fusion n'émettra pas d'actions ou de titres de créance lors de la fusion (iv) le capital déclaré (émis et payé si en vertu de la LCQ) sera équivalent à celui de la société mère. Finalement, et ce uniquement pour les fusions verticales faites selon la LCQ, la résolution doit établir que les administrateurs et les règlements de la compagnie issue de la fusion seront ceux de la société mère. Pour ce qui est de la fusion horizontale, la résolution établit que (i) toutes les actions des filiales parties à la fusion sont annulées sans remboursement du capital, à l'exception de l'une d'entre elles, (ii) les statuts de fusions seront les mêmes que ceux de la filiale dont les titres n'ont pas été annulés et (iii) que le capital déclaré (émis et payé si en vertu de la LCQ) des filiales fusionnées sera ajouté à celui de la société dont les actions n'ont pas été annulées.

²⁴⁴ *Supra* note 238.

²⁴⁵ *Supra* note 239.

²⁴⁶ Pour une étude plus approfondie sur les arrangements statutaires, nous référons le lecteur notamment à Markus Koehnen, *Oppression and Related Remedies*, aux pages 128 et ss (*supra*, note 131). Par ailleurs, bien que nous ne discutons pas de ce document dans le présent mémoire, tout praticien considérant la possibilité de structurer une opération sous forme d'arrangement statutaire est avisé de se référer à l'énoncé de politique 15.1 (7 novembre 2003), « Politique à l'égard des arrangements pris en vertu de l'article 192 de la LCSA » : <http://strategis.ic.gc.ca/epic/internet/incd-dgc.nsf/fr/cs01073f.html> (page consultée le 14 juin 2006 à 13h). Même si ces lignes directrices n'ont pas nécessairement force de loi, le Directeur nommé en vertu de la LCSA est d'avis que les politiques et pratiques qui y sont énoncées correspondent à la conduite que devraient adopter les sociétés qui proposent de prendre des arrangements. Le Directeur adopte la position selon laquelle tout écart par rapport à ces politiques et pratiques devrait être discuté d'avance avec le Directeur ou le personnel du Directeur. Finalement, pour une illustration de la chronologie d'une transaction structurée sous forme d'arrangement, voir l'annexe 6.

²⁴⁷ L'arrangement statutaire ne doit pas être confondu avec un plan de recapitalisation ou de restructuration financière fait sous l'empire de la *Loi sur les arrangements avec les créanciers des compagnies*, L.R.C., 1985, c. C-36 (ci-après « LACC »). Malgré le fait que la procédure à suivre sous cette loi puisse être assimilable, à certains égards, à celle de l'arrangement (notamment l'approbation du tribunal), elle s'applique dans un contexte d'insolvabilité plutôt que dans un contexte transactionnel. À titre indicatif, la société Microcell Telecommunications Inc. a procédé à un tel plan de réorganisation en 2003 afin de réduire son bilan de plus de 1,6 milliards de dette. Notons également que la LACC s'applique seulement si l'entreprise a des dettes accumulées de plus de 5 millions, dans le cas contraire, la *Loi sur la faillite et l'insolvabilité*, L.R.C., 1985, c. B-3 (ci-après « LFI ») prend le relais.

²⁴⁸ 192 LCSA et 182 OBCA. L'article 49 LCQ prévoit également, de façon plus succincte, un dispositif similaire. On parle alors de compromis. De plus, notons que l'arrangement n'était pas inclus dans la LCSA lors de son adoption en 1975 (suite au Rapport Dickerson de 1971, *infra*, note 396). Il a été ajouté en 1978. Voir à ce sujet S.B. Scott, T.O. Buckley & A. Harrison, « The arrangement procedure under section 192 of the Canada Business Corporation Act », (1990) 16 Can. Bus. L.J. 296.

sociétés une alternative transactionnelle plus flexible²⁴⁹. Cette technique transactionnelle est d'ailleurs utilisée assez fréquemment²⁵⁰. Avant que le processus de l'arrangement débute, trois conditions préalables doivent toutefois être rencontrées. Dans un premier temps, il faut que l'opération que se propose de faire l'entreprise respecte le concept d'arrangement. L'application de la procédure d'arrangement étant assez large²⁵¹, cette étape préliminaires est généralement aisément satisfaite. En effet, selon la définition de l'article 192 LCSA l'arrangement s'applique aux modifications des statuts de la société, aux fusions, à la prorogation d'une entreprise sous le régime de la LCSA ou d'autres législations sur les sociétés, au fractionnement de l'activité commerciale d'une société²⁵², à la vente d'actifs²⁵³, à une OPA, à une opération de fermeture²⁵⁴ et à la liquidation ou la dissolution d'une société²⁵⁵. Dans un deuxième temps, la société doit être solvable, tel que prévu à l'article 192(2) LCSA. Par contre, comme l'évoque la jurisprudence, ce critère est rempli dès qu'au moins une des sociétés requérantes liées au projet d'arrangement est solvable et que le projet n'est pas un leurre²⁵⁶. Finalement, pour pouvoir bénéficier du mécanisme des arrangements, le requérant doit être en mesure de démontrer qu'il est

²⁴⁹ Lors du choix de la structure transactionnelle, les fiscalistes travaillant au dossier plaideront toujours en faveur de l'arrangement. En raison de sa flexibilité, ce mécanisme donne l'opportunité de maximiser les retombées fiscales lors de transactions complexes et permet notamment une certaine souplesse si des titres dérivés (ex : option d'achats, bons de souscription, etc) entre en jeu. Par exemple, lors de la transaction entre Molson Inc. et Coors Brewing Company, le caractère unique de cette transaction comportant des actions à droits de votes multiples détenues, dans les deux cas, par des entreprises familiales, était tout indiqué pour le choix du mécanisme des arrangements statutaires. En outre, ce procédé transactionnel permet d'octroyer des avantages aux cadres supérieurs de la société cible sans voir à respecter le contraignant article 145 LVMQ (*supra*, section 1.1.3). Finalement, la transaction ne devant pas être financée préalablement (*contra* OPA), l'acheteur peut se servir des actifs de la société cible afin de garantir le financement de l'opération. Ainsi, elle est en mesure d'utiliser le bilan de la société visée en guise de levier financier.

²⁵⁰ En 2005 et 2006, les transactions suivantes ont notamment été structurées en vertu d'un plan d'arrangement : la combinaison des entreprises Molson Inc. et Coors Brewing Company, l'achat de Masonite International Corporation par la firme d'investissements Kohlberg Kravis Robert & Co., l'acquisition de PetroKazakhstan Inc. par China National Petroleum Corporation, l'union entre ID Biomedical Corporation et GlaxoSmithKline Inc., l'achat par Kinder Morgan Inc. de Terasen Inc., la vente de Leitch Technology Corporation à Harris Corporation, l'achat de Bolivar Gold Corporation par Gold Field Limited, la transaction entre Golden Gate Capital et Geac Computer Corporation Limited et la vente de Fairmont Hotels & Resorts Inc. au groupe composé de Kingdom Hotels International Ltd. et Colony Capital LLC.

²⁵¹ Les tribunaux édictent également que cette définition doit s'interpréter de façon large. Voir l'affaire *Grouse Mountain Resorts Ltd. c. Angeli*, (1989) 42 B.L.R. 219 (B.C. C.A.).

²⁵² En pratique, on parle communément de « spin off ». Un bel exemple est le cas de Canadian Pacific Ltd., *supra*, note 173.

²⁵³ *Infra*, section 1.3.

²⁵⁴ *Infra*, section 1.3.

²⁵⁵ Notons qu'avant que la LCSA soit modifiée en 2001 suite au projet de loi S-11, les OPA et les opérations de fermeture ne pouvaient pas utiliser le processus de l'arrangement bien que les tribunaux aient déjà fait preuve d'une certaine ouverture pour ce genre de transaction. Par ailleurs, l'arrangement est généralement utilisé pour procéder à la conversion d'une entreprise en fiducie de revenu et constitue un des meilleurs véhicules transactionnels lors de l'acquisition d'une entreprise canadienne par une entreprise étrangère (en raison de l'utilisation des actions échangeables, *supra* note 103).

²⁵⁶ *Re St. Lawrence & Hudson Railway Co.*, [1998] O.J. № 3934 (Gen. Div.), *Re Trizec Corp.*, (1994) 20 B.L.R. (2d) 202 (Alta. C.A.) et *Savage c. Amoco Acquisition Co.*, (1988) 40 B.L.R. 188 (Alta. C.A.). Cette position semble toutefois être mise en doute par le Juge Farley dans *Re Stelco Inc.*, [2006] O.J. № 593 (Ont. S.C.).

« pratiquement impossible²⁵⁷ » pour la société d'opérer, en vertu d'une disposition de la LCSA, une modification de structure équivalente à un arrangement²⁵⁸. Le terme « pratiquement impossible » a été interprété de manière libérale par les tribunaux et ne veut pas dire « impossible » mais plutôt que l'opération serait difficile à mettre en place en utilisant un autre procédé²⁵⁹. Par exemple, la cour permettra de structurer l'opération sous forme d'arrangement si ce mécanisme donne l'opportunité d'« échapper » au droit américain et aux coûts et délais qui y sont afférents²⁶⁰. Il en sera de même lorsque des questions fiscales complexifient substantiellement une opération²⁶¹. En définitive, bien qu'une autre disposition de la loi puisse possiblement s'appliquer, l'arrangement sera de mise pour coordonner la transaction si, autrement, l'opération est trop complexe sur le plan substantiel, temporel ou financier²⁶². Dans l'optique où ces trois éléments sont respectés, le processus de l'arrangement peut alors s'enclencher.

1.2.2.2. Le processus de l'arrangement :

Tout d'abord, la société cible est toujours celle qui s'adresse au tribunal pour obtenir une ordonnance provisoire²⁶³. Lors de cette audition intérimaire, le requérant reçoit essentiellement des directives sur l'information qu'il devra distribuer aux actionnaires et sur la manière dont l'assemblée des actionnaires devra se dérouler²⁶⁴. À ce moment, tout comme durant le processus

²⁵⁷ Avant les modifications de 2001 à la LCSA prévues au projet de loi S-11, la loi employait l'expression plus contraignante « n'est pas en mesure ».

²⁵⁸ 192(3) LCSA. Notons que l'OBCA ne comprend pas de disposition à cet effet. L'article 182(6) OBCA prévoit plutôt que si une autre disposition de la loi permet d'encadrer la transaction convoitée, cette disposition doit trouver application.

²⁵⁹ *Re St. Lawrence & Hudson Railway Co. et Re Trizec Corp.* (supra, note 256) et *Imperial Trust Co. c. Canbra Foods Ltd.*, (1987), 50 Alta L.R. (2d) 375 (Alta. C.A.).

²⁶⁰ *Re Audax Gas & Oil Ltd.*, (1985) 42 Alta. L.R. (2d) 353 (Alta. C.A.) et *Re Ultra Petroleum Corp.*, (2000) 15 B.L.R. (3d) 133 (Y.S.C.). Il est intéressant de constater qu'en raison du fait qu'une Cour donne son approbation à la transaction, l'arrangement qui implique une émission de titres en territoire américain est dispensé de l'obligation d'émettre un prospectus en vertu de l'article 3(a)(10) du *Securities Act of 1933*, 15 U.S.C. 77a. Par exemple, lors de la privatisation de Teleglobe Inc. par BCE Inc. en 2000, l'arrangement était le mécanisme tout indiqué compte tenu du grand nombre d'actionnaires américains. Toutefois, selon l'affaire *Re JDS Fitel Inc.*, [1999] O.J. N° 2770 (Ont. S.C.), cette exemption de prospectus ne doit pas être la seule raison qui guide une entreprise à utiliser l'arrangement statutaire. Finalement, lorsque la structure de l'arrangement engendre une émission de titres au Canada, il y aura également une dispense de l'obligation d'émettre un prospectus en raison de l'article 2.11 du Règlement 45-106.

²⁶¹ *Supra*, note 249. La complexité d'une transaction a souvent un impact important lors de l'interprétation de la notion de « pratiquement impossible ». Voir notamment *First Choice Capital Fund Ltd. c. Saskatchewan*, (2000) 13 B.L.R. (3d) 232 (Sask. C.A.).

²⁶² Évidemment, de simples inconvénients ou désagréments ne peuvent justifier l'utilisation de l'arrangement statutaire. Voir *Re Deprenyl Research Ltd.*, (1995) 17 B.L.R. (2d) 102 (Ont. Gen. Div.).

²⁶³ Un avis au Directeur est alors requis en vertu de l'article 192(5) LCSA.

²⁶⁴ Cette audience est généralement *ex parte*.

de l'arrangement, le Tribunal possède une grande latitude pour rendre des ordonnances²⁶⁵. Par exemple, il peut édicter qu'un avocat soit nommé, aux frais de la société, pour défendre les droits des actionnaires²⁶⁶ ou qu'un droit de dissidence soit accordé²⁶⁷. Ensuite, une circulaire de sollicitation de procurations²⁶⁸ est envoyée aux actionnaires leur explicitant le contenu de la transaction et le déroulement de l'assemblée extraordinaire au cours de laquelle on leur demandera de donner leur accord à l'opération proposée²⁶⁹. Le vote se fait habituellement par résolution spéciale²⁷⁰. Le vote peut également se faire par catégorie si la Cour le requiert²⁷¹. Par exemple, dans la transaction entre ID Biomedical Corporation et GlaxoSmithKline Inc., la Cour a reconnue, en refusant d'approuver le plan d'arrangement, que les détenteurs de bons de souscriptions devaient constituer une catégorie distincte lors du vote²⁷². Finalement, une audition est tenue pour qu'une ordonnance finale ratifiant l'arrangement soit émise. Lors de cette étape ultime, tout intéressé peut comparaître pour contester l'ordonnance finale²⁷³. En plus de vérifier si le plan d'arrangement respecte les formalités légales préalables dont nous avons

²⁶⁵ 192(4) LCSA et 182(5) OBCA.

²⁶⁶ 192(4)b) LCSA et 182(5)d) OBCA.

²⁶⁷ 192(4)d) LCSA et 182(5)c) OBCA. Contrairement aux mécanismes de la fusion et de la restructuration du capital-actions (*infra*, section 1.2.3), le droit de dissidence n'est pas automatique dans un contexte d'arrangement. Toutefois, il est dans presque tous les cas accordé par le tribunal. Le droit de dissidence ne fut pas octroyé notamment dans les affaires *First Choice Capital Fund Ltd.* (*supra*, note 261) et *Re Electrohome Ltd.*, (1998) 40 B.L.R. (2d) 210 (Ont. Gen. Div.) en raison qu'ils ne s'agissaient pas d'opérations de fermeture (*infra*, section 1.3) et qu'ainsi, les actionnaires n'étaient pas « expropriés ».

²⁶⁸ Pour une discussion sur les exigences relatives au contenu de cette circulaire, voir *Re Pacifica Papers Inc.* (*supra* note 191).

²⁶⁹ *Supra*, note 142. Notons aussi que, contrairement à l'OBCA qui le permet (182(5)b) OBCA), la LCSA ne permet pas qu'une deuxième assemblée soit tenue ou qu'une circulaire de sollicitation de procurations amendée soit envoyée aux actionnaires. Sur une note plus pratique, lorsqu'un initiateur présume qu'il ne sera pas en mesure d'avoir le pourcentage de vote requis pour procéder à l'arrangement, comme dans le cas de la transaction entre Masonite International Corporation et Kohlberg Kravis Robert & Co., il est possible qu'il augmente son offre juste avant l'assemblée des actionnaires afin d'obtenir leur support.

²⁷⁰ C'est-à-dire un vote aux deux tiers des voix (article 2(1) LCSA et 1(1) OBCA). Toutefois, la LCSA ne requiert pas de vote particulier à la différence de l'OBCA qui impose que le vote se fasse par résolution spéciale (182(3) OBCA) et de la LCQ qui demande, quant à elle, le consentement du $\frac{3}{4}$ des actionnaires (49(2) LCQ).

²⁷¹ Encore ici, la LCSA n'impose pas explicitement le vote distinct à la différence de l'article 182(4) OBCA qui l'édicte lorsque le changement proposé demanderait un tel vote s'il était fait par modification des statuts en vertu de l'article 170 OBCA. L'article 49(2) LCQ, de son côté, l'impose dans tous les cas si le compromis est de nature à porter atteinte aux droits des actionnaires ou d'une catégorie d'entre eux. Notons aussi que le tribunal demande parfois le vote de la « majorité de la minorité » si la transaction donne ouverture à un tel vote en vertu du Règlement Q-27 (*infra*, partie 3). Par ailleurs, la Cour recommandera souvent un vote séparé s'il y a des situations de conflits d'intérêts.

²⁷² *ID Biomedical Corporation c. GlaxoSmithKline Inc.*, [2005] B.C.J. N° 2728. Les parties se sont toutefois finalement entendues sur un prix plus élevé pour les bons de souscription et le juge a approuvé la transaction.

²⁷³ Un tel forum a été utilisé notamment dans l'affaire *ID Biomedical Corporation* (*supra*, note 272) pour obtenir plus de valeur pour les détenteurs de bons de souscriptions et dans l'affaire *Scion Capital c. Bolivar Gold Corp.*, [2006] Y.S.C. 17 afin de contester, sans succès, l'ensemble de l'opération. Par ailleurs, notons que lorsqu'un plan d'arrangement a été approuvé, un recours en oppression ne peut pas avoir lieu. Voir notamment les affaires *3017970 Nova Scotia company c. Trevor Johnstone*, [2001] O.J. N° 1809 et *Re Canadian Pacific Ltd.*, (1990) 72 O.R. (2d) 212 (Ont. H.C.J.). *Contra*, *Samos Investments Inc. c. Pattison*, (2000) B.C.J. N° 1334 (B.C. S.C.). Voir la section 2.3.3 pour un exposé sur le recours en oppression.

discutées, la Cour se penche alors sur le caractère juste et raisonnable de l'opération pour les actionnaires²⁷⁴. En se basant sur un test de jugement d'affaire, le Tribunal se demande si une personne intelligente et honnête, faisant partie de la catégorie visée et agissant dans son propre intérêt, peut raisonnablement approuver la transaction proposée²⁷⁵. À la lumière de ce test, la Cour analyse le caractère équitable de l'opération selon deux perspectives. D'une part, elle étudie les conditions substantielles du plan d'arrangement. Même si le traitement identique des actionnaires n'est pas obligatoire sous l'empire de l'arrangement statutaire²⁷⁶, le Tribunal doit tenter de déterminer si l'opération est juste et équitable pour la société et son actionariat sans que les intérêts de certains intervenants à l'activité corporative prévalent²⁷⁷. Plus le degré de nécessité de procéder à la transaction est faible, plus l'examen de la Cour sera approfondi²⁷⁸. D'autre part, elle se questionne sur les conditions procédurales. Ce faisant, elle tient compte du contenu du plan d'arrangement ainsi que de la manière dont l'information y afférant a été distribuée aux actionnaires. Il faut alors tenter de rechercher un équilibre entre une information laconique et une avalanche de détails triviaux²⁷⁹. Elle évalue également l'approbation des actionnaires lors de l'assemblée spéciale. Bien qu'il puisse s'agir d'un bon indicateur du caractère équitable de l'opération, le Tribunal ne sera jamais lié par le vote²⁸⁰. Une fois

²⁷⁴ Cette question ne doit pas nécessairement se décider selon la prépondérance des probabilités aux dires de l'affaire *Re Canadian Pacific Ltd.* (*supra*, note 273).

²⁷⁵ Ce test origine de la décision *Re Alabama, New Orleans, Texas & Pacific Junction Railway*, [1891] 1 ch. 213 C.A. et a été repris notamment dans les affaires suivantes: *Pacifica Papers Inc. c. Johnstone*, (2001) 93 B.C.L.R. (3d) 20 (B.C. C.A.), *Re St. Lawrence & Hudson Railway Co* et *Re Trizec Corp* (*supra*, note 256), *Re Olympia & York Developments Ltd.*, (1993) 102 D.L.R. (4th) 149 et *Re Canadian Pacific Ltd.* (*supra*, note 273). Ce test se veut alors, d'une part, souple, en référant au jugement d'affaire et, d'autre part, protecteur des droits des actionnaires minoritaires, en renvoyant à une interprétation *in concreto*.

²⁷⁶ *Re Holdex Group Ltd.*, [1972] 3 O.R. 425 (Ont. H.C.J.). Voir également *Re St. Lawrence & Hudson Railway Co.* (*supra*, note 256) où la Cour avance même que l'arrangement n'a pas à traiter les actionnaires d'une même catégorie d'actions de façon similaire.

²⁷⁷ Par exemple, la Cour n'est pas disposée à accepter un plan d'arrangement qui équivaut à la confiscation d'un droit de propriété au profit d'une autre partie, voir *Re Olympia & York Developments Ltd.* (*supra*, note 275). En outre, la formation d'un comité spécial indépendant pour analyser l'opération ou la préparation de documents fournissant une évaluation sur l'équité du prix offert (« fairness opinion ») ou une évaluation formelle de la valeur des titres de la société visée peuvent s'avérer des outils forts utiles pour justifier la raisonnablement de l'opération et « encourager » la déférence du tribunal. À ce sujet, la Cour édicte que l'absence de ses documents dans l'affaire *Re Riptide Technologies Inc.*, (2003) 38 B.L.R. (3d) 191 (B.C. S.C.) a favorisé le rejet du plan d'arrangement.

²⁷⁸ *Re Canadian Pacific Ltd.* (*supra*, note 273). On se questionne alors sur la nécessité du plan d'arrangement par rapport aux sacrifices qu'il occasionne. De ce fait, une opération engendrant des concessions substantielles pour certains actionnaires par rapport aux autres sera prohibée. Voir l'affaire *Re Western Grocers Ltd.*, [1936] 2 D.L.R. 762 où les actionnaires ordinaires recevaient une prime de 36 \$ sur leurs titres alors que les détenteurs d'actions privilégiés obtenaient une prime de seulement 3 \$.

²⁷⁹ *Re First Marathon Inc.*, [1999] O.J. N° 2805.

²⁸⁰ *Re St. Lawrence & Hudson Railway Co.* (*supra*, note 256) et *Re Gold Texas Resources Ltd.*, (1989) B.C.J. N° 167 (B.C. S.C.).

l'arrangement approuvé par la Cour, les clauses d'arrangement sont envoyées au Directeur²⁸¹ et, sur réception, un certificat d'arrangement est émis²⁸².

1.2.3. Les restructurations du capital-actions²⁸³ :

Les parties à une opération de changement de contrôle peuvent s'entendre pour que la transaction procède par la voie d'une restructuration du capital-actions. Cette méthode, beaucoup moins fréquente en pratique, consiste en une modification des statuts constitutifs de la société visée avec pour objectif de faciliter son acquisition²⁸⁴. Par exemple, cette technique transactionnelle a été utilisée lors de l'achat de Canada Life Financial Corporation (ci-après « Canada Life ») par Great-West Lifeco Inc. (ci-après « Great West ») en 2003²⁸⁵. Pour ce faire, les actions ordinaires de Canada Life, hormis celles détenues par Great-West et ses filiales, ont été converties en actions échangeables, une nouvelle catégorie de titres à être émis par Canada Life. Ces actions échangeables étant ensuite automatiquement troquées, suivant une série d'opérations, lors de la date de clôture de la transaction, pour une combinaison de diverses actions privilégiées de Great-West et une somme monétaire²⁸⁶.

Pour procéder à cette opération, une assemblée extraordinaire des actionnaires de la société cible doit être convoquée au cours de laquelle la modification des statuts proposée est soumise à leur approbation par résolution spéciale²⁸⁷. Suite à l'aval de l'actionnariat, les clauses modificatrices des statuts sont rédigées et déposées auprès du Directeur²⁸⁸. La finalité principale de la réorganisation étant essentiellement d'étendre, de modifier ou de supprimer les droits,

²⁸¹ 192(6) LCSA et 183(1) OBCA.

²⁸² 192(7), 262 LCSA et 183(2) OBCA. Au Québec, le compromis est confirmé par l'octroi de statuts de modifications émis par l'Inspecteur général des institutions financières.

²⁸³ On utilise également le terme « réorganisation ». Toutefois, il ne faut pas confondre cette méthode transactionnelle avec la notion de « réorganisation » de l'article 191 LCSA. Cette disposition s'applique plutôt lorsqu'une société fédérale est insolvable et qu'elle fait une proposition à ses créanciers en vertu de la LFI ou de la LACC. Dans ce contexte, elle peut apporter des modifications à ses statuts selon le processus établi à l'article 191 LCSA.

²⁸⁴ Les statuts constitutifs prévoient les dispositions fondamentales qui régissent le fonctionnement interne de la compagnie. Voir les articles 6 LCSA, 5 OBCA et 123.12 LCQ.

²⁸⁵ Great-West est membre du groupe de sociétés de la Corporation Financière Power.

²⁸⁶ Le même genre de mécanisme fut également utilisé lors de l'acquisition par British American Tobacco de Imasco Limited en 2000.

²⁸⁷ Notons que cette proportion (*supra*, note 270) peut être rehaussée par une disposition à cet effet dans les statuts constitutifs (6(3) LCSA et 5(4) OBCA).

²⁸⁸ Articles 173 LCSA et 168 OBCA. Pour ce qui est de la LCQ, le processus, quoique similaire, doit plutôt débiter par l'adoption d'un règlement par le conseil d'administration de la société cible (articles 123.101 à 123.103 LCQ). C'est ce règlement qui est, par après, soumis aux actionnaires pour leur approbation.

privilèges, restrictions ou conditions touchant les catégories d'actions de la société visée, la LCSA, dans l'optique de protéger les actionnaires minoritaires, édicte qu'un vote par catégorie est requis²⁸⁹. À ce vote séparé, s'ajoute également un droit de dissidence²⁹⁰. La protection des actionnaires minoritaires en vertu de la LCQ étant beaucoup moins marquée²⁹¹, il n'est pas question d'un vote par catégorie d'actions ou d'un droit de dissidence pour les sociétés sous l'empire de cette loi. Une protection supplémentaire est seulement disponible dans le cas de la conversion d'actions déjà émise²⁹². En effet, selon l'article 48(7) LCQ, s'il n'y a pas de disposition dans les statuts de l'entreprise prévoyant l'approbation de la conversion par les actionnaires, la modification doit alors emprunter la voie du compromis²⁹³. Un vote au trois quarts des voix est requis et, si l'opération porte atteinte aux droits et privilèges d'une catégorie de titres, le vote doit se faire séparément²⁹⁴.

1.2.4. Les acquisitions d'actifs²⁹⁵ :

Une entreprise peut, en outre, structurer une transaction corporative sous forme de vente d'actifs²⁹⁶. Généralement, cette méthode transactionnelle est préférée par l'acheteur²⁹⁷ tandis que le vendeur, quant à lui, est souvent plus disposé à procéder à l'aliénation de ses

²⁸⁹ 176(1) LCSA et 170(1) OBCA. Les détenteurs d'actions non votantes peuvent également participer au vote (176(5) LCSA et 170(3) OBCA). Ce faisant, les actionnaires avec droit de vote et sans droit de vote de chaque catégorie d'actions touchée par la modification des statuts doivent entériner par résolution spéciale les changements proposés. Donc, les actionnaires des catégories d'actions affectées par la modification des statuts ont, en quelque sorte, un droit de veto sur l'amendement. Notons toutefois que cette protection offerte par la loi n'aura d'impact que si les actionnaires récalcitrants possèdent plus du tiers des voix au sein d'une catégorie de titre touchée par l'opération.

²⁹⁰ Voir à ce sujet la section 2.3.4.

²⁹¹ Pour une discussion sur cette différence législative, voir la section 2.3.2.

²⁹² Pour ce qui est de la conversion d'actions non émises, la procédure générale des articles 123.101 LCQ et ss s'applique à moins que cette conversion n'affecte les détenteurs d'une autre catégorie d'actions. Auquel cas, un compromis doit avoir lieu.

²⁹³ Article 49 LCQ, *supra*, section 1.2.2.

²⁹⁴ Tel que requis dans un contexte de compromis, l'opération doit être soumise à l'approbation du tribunal à moins que la totalité des actionnaires touchés donne son approbation (article 123.107(2) LCQ).

²⁹⁵ Compte tenu que la LCQ n'encadre pas la vente des biens d'une entreprise et que les administrateurs d'une compagnie régie par cette loi ont le pouvoir de procéder à leur aliénation sans le consentement des actionnaires, nous analyserons cette notion uniquement à la lumière de la LCSA et de l'OBCA. Pour une étude générale sur ce sujet, voir Mark Gannage, « Sale of Substantially All the Assets of a Corporation », (2000) 3 Can. Bus. L.J. 264.

²⁹⁶ Les motifs pouvant guider une entreprise à vendre certaines parties de son activité commerciale sont notamment l'obtention de capitaux afin de (i) réduire son niveau d'endettement, (ii) de procéder à des dépenses en capital requises ou (iii) pour restreindre son exploitation vers certaines activités corporatives.

²⁹⁷ Essentiellement, l'acquéreur apprécie cette structure en raison du fait qu'il peut choisir d'acheter seulement les actifs de la société visée qu'il considère intéressants tout en n'ayant pas à assumer les responsabilités afférentes aux autres actifs qu'il ne désire pas acquérir. Ce faisant, l'acquéreur n'est pas lié par les dettes ou par le passif éventuel de la compagnie cible au-delà du prix de vente, à moins qu'il s'en porte expressément garant. Notons toutefois qu'une opération prenant la forme d'une vente d'actifs encourt habituellement un délai plus long.

actions²⁹⁸. Bien que le conseil d'administration d'une société, en vertu de son pouvoir général de gérer les affaires de l'entreprise²⁹⁹, puisse aliéner ou louer les biens de la compagnie, la LCSA vient toutefois atténuer cette discrétion des administrateurs. En effet, l'article 189(3) LCSA³⁰⁰ impose, dans certaines circonstances, l'approbation des actionnaires de la société désirant disposer de ses actifs :

Les ventes, locations ou échanges de la totalité ou la quasi-totalité des biens de la société, qui n'interviennent pas dans le cours normal de ses activités, sont soumis à l'approbation des actionnaires [...]³⁰¹.

À la lecture de cette disposition, on remarque que ce régime particulier est seulement enclenché dans la mesure où, d'une part, l'opération touche la « totalité ou la quasi-totalité des biens » de la société et que, d'autre part, la vente intervient « hors du cours normal des activités » de la société visée. Malheureusement, la LCSA et l'OBCA ne définissent pas ces deux expressions. Partant, le juriste doit se référer à la jurisprudence afin d'y trouver un certain éclairage.

Tout d'abord, le terme « hors du cours normal des activités » est habituellement plus simple à circonscrire. En effet, en vertu de l'affaire *85956 Holdings Ltd.*³⁰², il s'agit d'une opération qui se produit à l'extérieur du déroulement normal des affaires de l'entreprise c'est-à-dire qui ne concerne pas les activités quotidiennes de la société tout en ayant un aspect inhabituel. Le bât blesse plutôt lors de l'analyse de l'expression « totalité ou la quasi-totalité des biens ». Bien qu'il puisse sembler élémentaire de déterminer ce que constitue la totalité des actifs, il n'en va pas de même pour ce qui est de la quasi-totalité des biens. De ce fait, les tribunaux se sont basés sur deux démarches afin d'évaluer cette problématique : une approche qualitative et une approche

²⁹⁸ Notamment parce que la somme de la vente est traitée comme du gain en capital et que ce type de structure donne ouverture à plus de flexibilité au plan fiscal (v.g. exemption de gain en capital (article 110.6(2.1) LIR), roulement fiscal (article 85 LIR), utilisation d'actions échangeables, etc). Par ailleurs, en aliénant ses actions, la société visée se « libère » de toutes les obligations relatives à son entreprise.

²⁹⁹ *Infra*, section 4.1.1.

³⁰⁰ 184(3) OBCA.

³⁰¹ Ce faisant, les actionnaires peuvent bénéficier d'un certain droit de regard sur des transactions pouvant potentiellement modifier la nature de leur investissement.

³⁰² *85956 Holdings Ltd. c. Fayerman Brothers Ltd.*, (1986) 25 D.L.R. (4th) 119 (Sask. C.A.). Il s'agit de la première décision canadienne touchant l'interprétation de cet article. Voir également *Braun Canada Limité c. Banque Nationale du Canada*, J.E. 99-201 (C.A.).

quantitative³⁰³. Bien que ces deux tests soient utilisés, les tribunaux canadiens, semblent toutefois favoriser l'approche qualitative.

En vertu de l'approche qualitative, la Cour s'intéresse à la nature des biens aliénés par rapport à ce que constitue le « cœur » de l'activité commerciale de l'entreprise³⁰⁴. Tout d'abord, en se basant sur une trilogie de décisions américaines³⁰⁵, la Cour d'appel de la Saskatchewan, dans l'affaire *85956 Holdings Ltd.*³⁰⁶, édicte certains éléments pouvant guider le Tribunal. Ainsi, une aliénation faisant en sorte de « détruire » le fond commercial de l'entreprise³⁰⁷ ou une transaction qui interfère sur le fonctionnement de la société en la rendant incapable d'exécuter son activité commerciale comme elle le faisait préalablement à la vente de ces actifs seront considérées comme des aliénations de la « totalité ou la quasi-totalité des biens ». Par ailleurs, la Cour rappelle que cette approche doit faire totalement abstraction de la valeur des actifs en jeu pour se baser plutôt uniquement sur la nature de la transaction et son impact sur l'activité fondamentale de l'entreprise³⁰⁸. Par après, dans la décision *Martin*³⁰⁹, la Cour conclut que la vente d'une des deux divisions d'une entreprise ne rencontre pas le test qualitatif parce que la société continue à exploiter tout de même, de façon viable, le même type d'entreprise qu'avant la transaction³¹⁰. Dans une autre décision, l'affaire *Benson*³¹¹, en raison du fait que l'opération change de façon substantielle la structure opérationnelle de l'entreprise, la Cour détermine que la transaction transforme la nature de la société. En effet, dans cette affaire, suite à la vente, un nouveau gestionnaire entre en fonction et le fond et sa structure de frais sont modifiés de façon

³⁰³ Ces deux tests trouvent leur origine dans *Gimbel c. Signal Cos. Inc.*, 316 A. 2d 619 (Del. 1974). Cette approche est depuis appliquée, à la fois par les tribunaux canadiens et américains. Par ailleurs, l'analyse de ces deux tests doit toujours se faire à partir des faits et des circonstances particulières à chacun des cas. Voir, *Application of Thomas S Lee Enterprises*, 117 N.Y.S. 2d 257 (App. Div. 1952).

³⁰⁴ Bien que nous discutons de cette approche en premier lieu, notons, toutefois, qu'aux yeux de la Cour d'appel du Québec, dans l'affaire *Cogeco Câble inc.* (*supra*, note 92), il convient d'appliquer la méthode quantitative avant d'enchaîner avec celle qualitative. De plus, lors de l'analyse qualitative, la Cour avance également qu'il faut tenir compte de l'évaluation de l'approche quantitative et que, plus la proportion des actifs vendus est substantielle, plus il sera aisé de déterminer que la transaction touche le fondement même de l'entreprise.

³⁰⁵ *Stiles c. Aluminium Products Co.*, 338 Ill. App. 48, *Good c. Lacawanna Leather Co.*, 233 A 2d 201 et *Campbell c. Vose*, 515 F2d 256 (10th Cir. 1975).

³⁰⁶ *Supra*, note 302.

³⁰⁷ Notamment en raison du fait que les actifs vendus sont une partie intégrante et essentielle pour l'exploitation commerciale de l'entreprise.

³⁰⁸ Finalement, la Cour détermine que la vente d'un inventaire sans procéder à son renouvellement constitue une aliénation hors du cours normal des affaires tout en étant un geste « détruisant » l'activité commerciale de cette entreprise. Ainsi, l'approbation de l'actionnariat est requise.

³⁰⁹ *Martin c. F.P. Bourgault Industries Air Cedar Division Limited*, (1987) 38 B.L.R. 90 (Sask. C.A.).

³¹⁰ Suite à l'opération, la compagnie vend maintenant un seul produit agricole plutôt que trois.

³¹¹ *Benson c. Third Canadian General Investment Trust Ltd.*, (1993) 3 B.L.R. (2d) 265 (Ont. Gen. Div.)

majeure³¹². Ensuite, la Cour d'appel du Québec prend le relais en disant qu'une vente réorientant de manière fondamentale et touchant l'essence même de l'activité commerciale d'une entreprise constitue une disposition de la « totalité ou la quasi-totalité des biens »³¹³. On peut également se référer à la décision *Re Electrohome Ltd.*³¹⁴ qui établit que, malgré la valeur quantitative substantielle d'une opération, celle-ci ne donne pas nécessairement ouverture au régime de l'article 189(3) LCSA si ces actifs ne sont pas considérés comme étant des éléments opérationnels essentiels et que la société est en mesure de continuer son activité commerciale³¹⁵.

Maintenant, qu'en est-il de l'approche quantitative? Essentiellement, ce test est plus objectif et consiste en une analyse de la valeur des biens aliénés comme l'avancent les Professeurs Crête et Rousseau :

L'approche quantitative, pour sa part, se veut plus objective. Les tribunaux qui l'appliquent s'intéressent à la valeur des biens aliénés, ainsi qu'à leur contribution aux ventes et profits de la société. Ce faisant, ils cherchent à déterminer l'importance quantitative des biens par rapport à l'actif total de la société, de même que de ses affaires. Lorsque cette importance franchit un certain seuil, lequel varie selon la jurisprudence, l'aliénation intéresse alors la quasi-totalité des biens de la société³¹⁶.

Afin de déterminer la valeur des actifs aliénés, les tribunaux ont généralement utilisés trois méthodes d'évaluation : la valeur comptable, la valeur marchande et la valeur revenus/profits afférente à ces actifs³¹⁷. Parmi toutes les décisions appliquant cette approche,

³¹² Un autre élément intéressant de cette décision est l'opinion du Juge Farley qui semble édicter, en *obiter dictum*, que la vente à une filiale, lorsque la société mère retient le plein contrôle sur les actifs aliénés, n'implique pas un changement qualitatif dans l'entreprise de la société mère.

³¹³ *Cogeco Câble inc.*, *supra*, note 92.

³¹⁴ *Re Electrohome Ltd.* (*supra*, note 267).

³¹⁵ Dans cette affaire, il s'agit d'une vente représentant 85 % de l'ensemble des actifs de l'entreprise. La Cour dans *Colwill c. 601999 Saskatchewan Ltd.*, (1999) 1 B.L.R. (3d) 300 (Sask. C.A.) en vient à la même conclusion (en *obiter dictum*) en disant que, dans un contexte de réorganisation, même si le test quantitatif est rencontré, le test qualitatif peut venir établir que le vote des actionnaires n'est pas de mise et ce, malgré le fait que, comme en l'espèce, la transaction représente 98 % de tous les actifs. Cette interprétation s'appliquant toutefois dans le contexte d'une société de portefeuille vendant ses investissements, on peut alors douter qu'une proportion aussi élevée d'actifs vendue par une entreprise ne donnerait pas ouverture au régime de l'article 189(3) LCSA pour une société exploitant un autre type d'entreprise commerciale. Par ailleurs, cette décision semble évoquer que les tribunaux font preuve de plus de déférence lors de l'analyse de la problématique de l'article 189(3) LCSA si la société est dans un contexte de réorganisation. Notons que le lecteur peut également se référer aux décisions suivantes pour d'autres cas où la Cour discute de l'approche qualitative : *GATX Corp. c. Hawker Siddeley Canada Inc.*, (1996) 27 B.L.R. (2d) 251 (Ont. Gen. Div.) (vote requis; actifs représentant 85 % des profits de la compagnie), *Lindzon c. International Sterling Holdings Inc.*, (1989) 45 B.L.R. 57 (B.C. S.C.) (vote non requis) et *Vanalta Resources Ltd.*, [1976] B.C.J. No 47 (B.C. S.C.) (vote non requis; actifs représentant 16 % de l'entreprise).

³¹⁶ R. Crête & S. Rousseau, *Droit des sociétés par actions*, 1^{ère} éd., Montréal, Thémis, 2002, à la p. 559.

³¹⁷ Notons que la méthode se basant sur les revenus/profits afférents aux actifs semble, aux yeux des tribunaux, être plus déterminante pour conclure que la transaction rencontre le test quantitatif. Voici une énumération de certains

l'affaire *Cogeco Câble*³¹⁸ est sans contredit la décision la plus explicite sur le sujet. En effet, la Cour avance, en tentant de circonscrire les approches quantitative et qualitative, que toute opération touchant au moins 75 % de la valeur des actifs doit être soumise à l'approbation des actionnaires³¹⁹. Bien que la Cour d'appel ait le mérite d'avoir essayé de conceptualiser la problématique entourant cette expression, la vision, quelque peu hermétique, proposée par le Juge Trudel, ne semble pas avoir fait l'unanimité en droit canadien. En effet, dans *Re Electrohome Ltd*³²⁰, bien que les actifs en jeu représentent 85 % de la valeur totale des actifs, la Cour passe outre le test quantitative et conclut, à la lumière de l'approche qualitative que le vote des actionnaires n'est pas requis. Il en est de même dans l'affaire *Colwill*³²¹, où le Tribunal ne considère pas que la vente de 98 % des actifs donne ouverture au régime de l'article 189(3). Finalement, dans *Canadian Broadcasting Corporation Pension Plan*³²², la Cour d'appel de l'Ontario rejette une approche basée simplement sur un calcul arithmétique de la valeur des actifs³²³. Force nous est de constater que l'état actuel du droit est pour le moins trouble et que, tout dépendant de la vision préconisée par le juge, il peut être malaisé de prévoir le dénouement

jugements ayant utilisé ces diverses méthodes : (i) valeur comptable : *Martin* (*supra*, note 309), *85956 Holdings Ltd.* (*supra*, note 302), *Cogeco Câble inc.* (*supra*, note 92) et *Olympia and York Enterprises Ltd. c. Hiram Walker Resources Ltd.*, (1986) 59 O.R. (2d) 254 (Ont. Gen. Div.); (ii) valeur marchande: *Martin* (*supra*, note 309), *Cogeco Câble inc.* (*supra*, note 92), *Olympia and York Enterprises, Ltd.*, *Benson* (*supra*, note 311); (iii) revenus/profits: *Martin* (*supra*, note 309), *Benson* (*supra*, note 311), *Cogeco Câble inc.* (*supra*, note 92), *Olympia and York Enterprises Ltd.* et *GATX Corporation* (*supra*, note 315).

³¹⁸ *Supra*, note 92. La Cour conclut que la vente au Groupe Vidéotron Limité des actifs de câblodistribution représentant environ 80 % de l'actif de CFCF Inc. et 78,9 % des profits de l'entreprise en 1995 devait être entérinée par un vote de l'actionnariat de CFCF Inc. L'affaire *Olympia and York Enterprises Ltd.* (*supra*, note 317) est une autre décision ayant accordé un poids considérable au test quantitatif.

³¹⁹ Avant cette décision, voici quelques exemples de « proportion d'actifs » analysés par la Cour. Dans *Olympia and York Enterprises Ltd.* (*supra*, note 317), le tribunal détermine que la vente d'un division de l'entreprise correspondant à 43 % des actifs en vertu de la valeur marchande (29 % selon la valeur comptable et 40 % dans le cadre des revenus) n'enclenche pas le processus de l'article 189(3) LCSA. Il en est de même dans *Martin* (*supra*, note 309) où le juge conclut qu'une vente représentant 55 % des actifs et 57 % des revenus ne répond pas au critère quantitatif. Notons toutefois que, dans cette affaire, la Cour détermine que le vote des actionnaires est nécessaire en vertu de l'analyse qualitative. Même interprétation dans *85956 Holdings Ltd.* (*supra*, note 302), où le Tribunal dit qu'une transaction touchant 33 % des actifs ne rencontre pas le critère quantitatif, mais répond à celui qualitatif car l'opération est assimilable à une liquidation. En outre, dans *GATX Corporation* (*supra*, note 315), on conclut que la vente d'actifs représentant 55 % de l'ensemble des actifs de l'entreprise donne ouverture au vote des actionnaires. On semble ici se baser, tout comme dans *Cogeco Câble inc.* (*supra*, note 92), sur le fait qu'on vend les actifs rentables conservant au sein de l'entreprise ceux qui sont moins profitables. Finalement, en se basant essentiellement sur le fait que les actifs aliénés représentaient 74 % du revenu brut de l'entreprise et 90 % du bénéfice net de l'entreprise, la Cour conclut dans *Benson* (*supra*, note 311) que le test quantitatif est rencontré.

³²⁰ *Supra*, note 267.

³²¹ *Supra*, note 315.

³²² *Canadian Broadcasting Corporation Pension Plan c. BF Realty Holdings Ltd.*, (2002) D.L.R. (4th) 121 (Ont. C.A.). Un fait intéressant de cette décision est que la Cour analyse cette question en se demandant si les détenteurs de débentures sont tenus de voter pour approuver la transaction à la lumière de l'acte de fiducie afférent à leurs titres.

³²³ Nous voulons également référer le lecteur à *Hovsepian c. Westfair Foods Ltd.*, (2003), 37 B.L.R. (3d) 78 (Alta. C.A.) où la Cour édicte, qu'en l'espèce, l'octroi d'un dividende n'enclenche pas le processus de l'article 189(3) LCSA.

d'un litige entourant cette disposition de la LCSA³²⁴. Qu'à cela ne tienne, si la transaction se fait en dehors du cours normal des affaires de la société et qu'elle touche la totalité ou la quasi-totalité des actifs de l'entreprise, les actionnaires de la société désirant vendre ses biens doivent être consultés. Pour ce faire, la société doit convoquer une assemblée spéciale des actionnaires³²⁵ au cours de laquelle les détenteurs d'actions votantes et non votantes³²⁶ de chaque catégorie d'actions (si l'opération a un effet particulier sur l'une d'entre elles)³²⁷ devront entériner l'opération par résolution spéciale³²⁸. Par ailleurs, un droit de dissidence est également disponible pour les actionnaires désirant s'en prévaloir³²⁹.

1.3. Les opérations de fermeture³³⁰ :

1.3.1. Pourquoi vouloir privatiser une société par actions publiques³³¹?

Avant d'aborder les moyens s'offrant à une entreprise pour procéder à une opération de fermeture³³², il est à propos de se questionner sur les éléments pouvant motiver une entreprise à se privatiser. Bien qu'il soit légitime pour une société ayant atteint un certain stade de

³²⁴ Peut-être qu'une piste de solution se retrouve dans l'approche proposée dans la décision américaine *Hollinger Inc. c. Hollinger International*, 858 A. 2d 342 (Del. Ch. 2004) qui avance que les tests quantitatif et qualitatif devraient plutôt être considérés comme un seul et même test?

³²⁵ 189(4) LCSA, 184(4) OBCA et *supra*, note 142.

³²⁶ 189(6) LCSA.

³²⁷ 189(7)(8) LCSA et 184(6) OBCA.

³²⁸ 189(8) LCSA, 184(7) OBCA et *supra*, note 270. Par ailleurs, notons que le défaut d'approbation des actionnaires n'est pas opposable aux tiers de bonne foi en vertu des articles 18(1)f) LCSA et 19 f) OBCA.

³²⁹ 190(1)e) LCSA et 185(1) e) OBCA.

³³⁰ L'opération de fermeture est régie par une combinaison entre le droit des valeurs mobilières (articles 193 LCSA et 190(1)(7) OBCA) et le droit des sociétés.

³³¹ Une société par actions publiques est l'équivalent d'une société ouverte et d'un émetteur assujéti, c'est-à-dire une société qui a fait un appel public à l'épargne au sens de l'article 68 LVMQ et de la définition de « reporting issuer » de l'article 1 de la LVMQ. Notons également que, généralement, les titres de l'émetteur assujéti seront transigés sur une Bourse (ex : Bourse de Toronto et Bourse de croissance TSX). À l'inverse, une société fermée, aussi qualifiée de société à capital fermé ou d'émetteur fermé, est une entreprise n'ayant pas fait d'appel public à l'épargne et qui, en vertu de l'article 2.4 du Règlement 45-106, compte moins de 50 actionnaires et dont les titres sont assujétis à des restrictions à la libre cession.

³³² Par opération de fermeture, on entend le processus par lequel une société par actions publiques devient une société fermée. Pris dans un contexte transactionnel, il s'agit de la « fermeture » de la société ouverte nouvellement acquise afin de l'intégrer en tant que société à capital fermé dans la structure corporative de l'acheteur. Pour les fins de ce mémoire nous utiliserons les termes « opération de fermeture », « opération d'éviction » et « privatisation » afin de décrire ce processus de mutation corporative. En anglais, les vocables « going private transaction » et squeeze-out transaction » sont utilisés. Notons également que, malgré le fait qu'une distinction sémantique puisse exister entre les termes « opération de fermeture » et « opération d'éviction » (ce dernier terme s'appliquant uniquement lorsqu'un actionnaire majoritaire désire évincer un actionnaire minoritaire au sein d'une société fermée, voir l'article 194 LCSA), nous les utiliserons, dans le présent texte, comme étant des synonymes.

développement de vouloir se coter en Bourse, ce processus n'est toutefois pas irréversible³³³. Plusieurs motifs peuvent inciter une société par actions publiques à redevenir une société fermée³³⁴. On pense notamment aux obligations d'informations continues afférentes au statut d'émetteur assujetti rendant à toutes fins pratiques inexistant le degré de confidentialité au sein de l'entreprise³³⁵, à la perte de souplesse associée aux diverses autres obligations règlementaires³³⁶, aux risques liés aux fluctuations des marchés boursiers³³⁷, au manque de couverture par les analystes à l'égard de certaines sociétés³³⁸, aux difficultés d'attirer des administrateurs et de les maintenir en poste en raison des risques de poursuites légales³³⁹, au désir de « reprendre le contrôle » de la société et, finalement, en raison de la myriade de frais liés au statut d'émetteur assujetti³⁴⁰. À plus forte raison, une société ayant acquis un émetteur assujetti ne sera généralement pas encline à assumer tous ces frais et charges administratives et voudra alors procéder à une opération de fermeture suite à la prise de contrôle de la société cible³⁴¹. Pour ce faire, quels sont les mécanismes offerts à l'acheteur?

³³³ Bien qu'il y ait moult raisons pouvant inciter une entreprise à devenir une société par actions publiques, l'objectif principal est d'obtenir un accès accru à des capitaux.

³³⁴ Notons aussi que rien n'empêche qu'une société devenue privée fasse à nouveau un appel public à l'épargne et redevienne un émetteur assujetti. Corel Corporation en est un bel exemple. En effet, suite à son acquisition par la firme d'investissement privée Vector Capital Group en 2003 et à sa privatisation, Corel Corporation a décidé en avril 2006 de lever à nouveau des capitaux auprès du public. Comme quoi, en affaires, tout comme en science, « rien ne se perd, rien ne se crée, tout se transforme » (A.L. Lavoisier)!

³³⁵ Voir à ce sujet le Règlement 51-102. On pense par exemple au dépôt des états financiers annuels et intermédiaires, à la notice annuelle, au rapport de gestion, à la circulaire d'information annuelle et à toutes les déclarations continues de changements importants. À cela s'ajoutent également toutes les règles de gouvernance (*infra*, section 4.1.3).

³³⁶ Par exemple, l'encadrement prévu au Règlement Q-27 (*infra*, partie 3). Un autre argument pouvant être que la direction de la société est forcée de se concentrer sur la masse de questions relatives à la conformité règlementaire et ce, au détriment de la gestion des activités de l'entreprise.

³³⁷ L'éclatement de la bulle spéculative des valeurs technologiques est un bel exemple illustrant la fragilité pouvant affecter le marché boursier. Suite au « krach Internet » des années 2000 à 2003, plusieurs sociétés par actions publiques oeuvrant dans le secteur des technologies ont été privatisées.

³³⁸ Ce « manque d'intérêt » auprès de certaines sociétés à petite et à moyenne capitalisation peut alors engendrer une moins grande attention du marché et, par le fait même, attirer moins d'acheteurs et favoriser une baisse du cours des actions.

³³⁹ En effet, depuis les modifications de la LVMO (31 décembre 2005, *infra*, note 725) et l'instauration d'un régime permettant les recours dans le marché secondaire envers les administrateurs de société par actions publiques, cette crainte des administrateurs est exacerbée. Essentiellement, ce nouveau régime impose une responsabilité légale aux sociétés ouvertes ainsi qu'à leurs administrateurs, dirigeants, principaux actionnaires et experts, notamment dans le cas où de l'information fautive ou trompeuse se retrouverait dans les documents d'information continue et dans les déclarations publiques.

³⁴⁰ On pense par exemple aux frais juridiques, comptables, d'agent des transferts, d'assurance responsabilité des administrateurs et des dirigeants ainsi qu'à ceux liés aux diverses obligations règlementaires. Par ailleurs, notons qu'en général, les sociétés nouvellement privées intéressent les investisseurs privés ce qui peut faciliter et même, à l'occasion, donner un plus grand accès aux capitaux que lorsque la société était ouverte. En outre, la société à capital fermé bénéficie aussi de plus de flexibilité au moment de fixer les prix lors de l'octroi d'options, de bons de souscription et d'autres titres.

³⁴¹ Dans un autre ordre d'idées, l'opération de fermeture est aussi utilisée lorsqu'une société-mère désire procéder à une rationalisation de ses coûts en privatisant une de ses filiales. On peut prendre les exemples des transactions entre

1.3.2. Le processus de l'opération de fermeture³⁴² :

L'acquéreur de la société visée bénéficie essentiellement de trois méthodes pour procéder à la privatisation d'une société par actions publiques. Dans un premier temps, il peut utiliser la procédure de l'acquisition forcée prévue à l'article 206 LCSA³⁴³. Cette première technique s'applique, comme le prévoit l'article 206(2) LCSA, lorsque l'acheteur, par l'entremise d'une OPA, réussit à obtenir plus de 90 % des titres de la société cible³⁴⁴, à l'exception de ceux qu'il détient, et qu'il engage le processus dans les 120 jours du début de son OPA :

Le pollicitant a le droit, en se conformant au présent article, d'acquérir les actions des pollicités dissidents, en cas d'acceptation de l'offre d'achat visant à la mainmise, dans les cent vingt jours de la date où elle est faite, par les détenteurs de quatre-vingt-dix pour cent au moins des actions de la catégorie en cause, sans tenir compte des actions détenues, même indirectement, par le pollicitant ou les personnes morales de son groupe ou les personnes qui ont des liens avec lui, à la date de l'offre³⁴⁵.

L'acheteur doit alors envoyer un avis, aux actionnaires n'ayant pas déposé leurs titres dans les 60 jours de l'expiration de l'OPA et, dans tous les cas, dans les 180 jours du lancement de l'offre³⁴⁶. Cet avis édicte qu'au moins 90 % des titres ont été remis et pris en livraison par l'initiateur et que les actionnaires dissidents ont le choix, soit de déposer leurs titres aux mêmes

Sears Holdings Corp. et Sears Canada (2006), entre Ford Motor Company et Ford Motor Company of Canada Limited (1995) et entre Texaco Inc. et Texaco Canada Petroleum Inc. (1995). Ces trois cas illustrent également que ce genre d'opération (il y en a eu plus d'une douzaine au Canada dans la dernière décennie) donne souvent place à des contestations et se fait rarement sans heurts. L'offre de Sears Holdings Corp. a d'ailleurs été bloquée par la CVMO le 8 août 2006 (*infra*, note 545). De plus, les opérations de fermeture de filiales de multinationales américaines au Canada sont plus fréquentes depuis l'avènement de l'ALENA et du phénomène de la libéralisation du commerce s'y rattachant. Voir à ce sujet J. Kazanjian & M. McNee, « Tensions in Corporate Governance », *Corporate Governance Review*, Vol. 7, N° 2, Feb/March 1995, à la p. 16.

³⁴² Évidemment, suite à la conclusion du processus de l'opération de fermeture, une demande de révocation du statut d'émetteur assujetti sera déposée auprès des diverses commissions en valeurs mobilières où la société cible est enregistrée (article 69 LVMQ et 83 LVMO). Par ailleurs, notons également que le fait d'enlever une société de la cote d'une Bourse peut avoir des implications notamment si la compagnie a émis des débentures convertibles. Voir à ce sujet *Casurina Limited Partnership c. Rio Algom Ltd.*, [2004] O.J. N° 177 (Ont. C.A.). Finalement, pour un texte explicitant le processus de privatisation, voir J. Kerbel, « Going Private Techniques », dans L. Sarna, *Corporate Structure, Finance and Operations- Essays on the Law and Business Practise-* Vol. 3, Montréal, Carswell, 1990, à la p. 233.

³⁴³ 51, 149 LCQ et 187-188 OBCA. Voir à ce sujet S.H. Halperin, « Statutory Elimination of Minority Shareholders in Canada », dans *Corporate Structure, Finance and Operations*, Carswell, 1980, 1. Dans ce cas, la transaction peut se conclure à l'intérieur d'un délai d'environ 60 jours. Si l'opération se fait entre personnes apparentées, un délai additionnel de 3 semaines doit être ajouté pour la préparation de l'évaluation formelle (*infra*, partie 3).

³⁴⁴ Lorsque l'initiateur obtient un peu moins que le 90 % requis, il y a, en général, prolongation de l'offre afin que plus de 90 % des actions soit déposé. Par exemple, suite à la prise de contrôle de Produits Forestiers Arbec Inc. par la société de portefeuille de Lino Saputo, Jolina Capital Inc., en avril 2006, l'offre a été prolongée à deux reprises avant que plus de 90 % des titres soient remis à l'offrant.

³⁴⁵ Ce faisant, le « toe hold » n'est pas compris dans la proportion des pourcentages requis (*supra*, section 1.1.5).

³⁴⁶ 206(3) LCSA, 51(1)(2) et 188(2) OBCA. Par ailleurs, si le pollicitant ne transmet pas cet avis, il peut être forcé de le faire par les actionnaires (206.1 LCSA et 189(1) OBCA).

conditions que l'offre initiale³⁴⁷ ou d'exercer leur droit de demander une évaluation de la juste valeur de leurs actions. Cette dernière alternative doit toutefois être réalisée dans les 20 jours de la réception de l'avis. En outre, les actionnaires « rebelles » ont l'obligation de faire parvenir à l'acquéreur leurs certificats de la société visée dans les 20 jours de la réception de l'avis et ils sont réputés avoir accepté de remettre leurs actions aux mêmes conditions que les détenteurs ayant déjà déposé s'ils ne font pas de choix³⁴⁸. La société visée a aussi certaines obligations qu'elle doit satisfaire dans les 30 jours de la date de l'avis. Elle doit livrer à l'initiateur un certificat représentant toutes les actions des actionnaires récalcitrants, procéder au paiement des actionnaires dissidents qui acceptent finalement de déposer leurs titres et, si les actionnaires dissidents ne remettent pas leurs certificats dans les délais requis, elle est tenue de leur transmettre un avis à l'effet que leurs titres seront annulés et que les sommes qui leur seront dues sont en fiducie ou qu'elles leur seront transmises en fonction du résultat de l'évaluation³⁴⁹. Quant au processus de l'évaluation³⁵⁰, il s'agit d'une procédure qui peut être demandée soit par l'initiateur³⁵¹ ou soit par les actionnaires dissidents³⁵². Le Tribunal prend ensuite une décision qui lie tous les actionnaires dissidents³⁵³. Pour ce faire, il possède un pouvoir très vaste³⁵⁴ et peut requérir les services d'experts³⁵⁵.

Toujours dans un contexte d'une OPA, si l'initiateur n'est pas en mesure d'obtenir au moins 90 % des actions de la société visée, mais qu'il réussit tout de même à se procurer plus de 66 2/3 %

³⁴⁷ Cette notion a été interprétée de façon stricte par la Cour dans *Shoom c. Great-West Lifeco Inc.*, (1998) 42 B.L.R. (2d) 40 (Ont. C.A.). Ainsi, si l'offre de l'initiateur comprend une contrepartie en titre et en numéraire, l'actionnaire, qui fait ultimement valoir son droit à l'évaluation, est tenu de recevoir une contrepartie uniquement en titre ou en argent s'il le désire et, ce, peu importe le fait que le seuil maximal d'actions ou de numéraire ait été atteint.

³⁴⁸ En vertu des articles 206(4) et 188(3) OBCA, l'offrant doit envoyer à la société cible simultanément cet avis ainsi qu'un avis d'opposition à chacun des actionnaires dissidents. Voir également les articles 206(5)(5.1) LCSA, 51(3) LCQ et 188(3)(4) OBCA. En outre, dans les 20 jours de l'avis, l'offrant fait parvenir le montant qu'il aura à déboursier pour les actions restantes. Cette somme est ensuite détenue par la société visée en fiducie au profit des actionnaires dissidents (206(6)(7) LCSA et 188(5)(6) OBCA).

³⁴⁹ 206(8) LCSA, 51(4) LCQ et 188(11) OBCA.

³⁵⁰ Pour une discussion sur le contentieux entourant le mode d'évaluation, voir Martel, *supra*, note 173 aux pp. 33-46 et 33-47.

³⁵¹ 206(9) LCSA et 188(9)(13) OBCA.

³⁵² Ils bénéficient alors d'un délai supplémentaire de 20 jours (206(10) LCSA et 188(14) OBCA) qui peut être prolongé par le tribunal (206(18) LCSA et 188(21) OBCA). Dans le cas où un actionnaire dissident n'agit pas à l'intérieur de ces délais, il perd alors ses droits de demander le paiement de la juste valeur (206(11) LCSA et 188(15) OBCA).

³⁵³ 206(14) LCSA et 188(17) OBCA.

³⁵⁴ 206(17)(18) LCSA et 188(20)(21) OBCA. Le Tribunal a même la discrétion d'évaluer les titres à la baisse.

³⁵⁵ 206(16) LCSA et 188(19) OBCA. Finalement, il faut noter que, durant l'attente de l'audition, il n'est pas possible de démanteler la société ce qui fait en sorte de retarder le cheminement de la transaction. Partant, l'acquéreur tente généralement de procéder plus rapidement par l'entremise d'ententes à l'amiable. Il est aussi valable de noter que les actionnaires ayant déjà déposé leurs titres ne peuvent pas demander un montant supérieur en fonction de l'évaluation faite par la Cour.

des titres, il peut alors bénéficier d'une autre technique d'éviction que l'on qualifie couramment d'opération de fermeture de deuxième étape³⁵⁶. Dans un tel cas, l'initiateur procède, suite à la conclusion de son OPA, à une fusion³⁵⁷ entre la société cible et la filiale de l'initiateur³⁵⁸. Dans la convention de fusion, on établit alors que les actionnaires de la société visée, n'ayant pas remis leurs titres lors de l'OPA, reçoivent des actions privilégiés rachetables au gré de la société fruit de la fusion³⁵⁹ tandis que les autres porteurs obtiennent plutôt des actions ordinaires de la nouvelle entité³⁶⁰. Finalement, un acheteur potentiel peut également décider de procéder à une opération de fermeture en une seule étape. Il n'a qu'à structurer la transaction directement sous forme de fusion, d'arrangement statutaire ou de réorganisation du capital-actions³⁶¹. Comme nous l'avons constaté lors de l'étude de ces techniques transactionnelles, s'il est en mesure d'obtenir l'aval d'au moins le

³⁵⁶ Bien que la validité de ce type d'opération a déjà laissé planer des doutes, notamment en raison du fait qu'on y voyait une manière de contourner le processus strict de l'article 206 LCSA et qu'il s'agissait d'une conduite oppressive (*infra*, section 2.3.3), cette méthode de fermeture est maintenant acceptée en droit canadien dans la mesure où il y a respect des balises du Règlement Q-27 et de son pendant ontarien (*infra*, partie 3). Pour une illustration des tergiversations jurisprudentielles sur le sujet, voir les affaires *Carlton Realty Co. Ltd. c. Maple Leaf Mills Ltd.*, (1978) 93 D.L.R. (3^e) 106, *Alexander c. Westeel-Rosco Ltd.*, (1978) 93 D.L.R. (3^e) 116, *Ruskin c. Canada All-News Radio Ltd.*, (1979) 7 B.L.R. 142 (Ont. H.C.J.) et *Burdon c. Zeller's Ltd.*, (1981) 16 B.L.R. 59 (C. S. Qc.) où le Tribunal prohiba la transaction. Pour des décisions acceptant cette opération, voir *Triad Oil Holdings Ltd. c. Provincial Secretary of Manitoba*, (1967) 59 W.W.R. 1, *Neonex International Ltd. c. Kolosa*, (1978) 84 D.L.R. (3^e) 446 (B.C. S.C.), *Jepson c. Canadian Salt Co.*, (1979) 7 B.L.R. 181 (Alta. S.C.), *General Accident Assurance Co. of Canada c. Lornex Mining Corp.*, (1988) 40 B.L.R. 299 (Ont H.C.) et *Pacifica Papers Inc.*, *supra* note 191. Par ailleurs, après avoir affirmé en novembre 1989 que les opérations de fermeture de deuxième étape était prohibée, le Directeur nommé en vertu de la LCSA a ensuite changé son fusil d'épaule en septembre 1994 en énonçant, dans la Politique 11.21, que ce type d'opération serait maintenant permise. Les modifications à la LCSA en 2001, suite au Projet de loi S-19, viendront finalement cristalliser la position du Législateur (193 LCSA). Voir également « Going Private Transactions » (Discussion Paper), Ottawa : Corporation Directorate of Industry Canada, août 1995. Finalement, notons que cette opération prend généralement entre 45 et 60 jours et engendre, bien évidemment, des coûts additionnels pour l'initiateur.

³⁵⁷ Notons que les mécanismes de l'arrangement ou de la restructuration du capital-actions peuvent tout aussi servir de « médium » pour compléter l'opération de fermeture de deuxième étape. Nous utilisons le processus de la fusion en l'espèce avec pour seul objectif d'alléger le texte et de faciliter la compréhension. Ainsi, le lecteur doit réaliser que cette opération peut se faire tout autant par le truchement d'un arrangement (*supra*, section 1.2.2) ou d'une réorganisation (*supra*, section 1.2.3). Pour une discussion sur les modalités de la fusion, voir la section 1.2.1.

³⁵⁸ Comme nous le mentionnions dans la section 1.1.5, l'offrant utilise habituellement (pour ne pas dire dans tous les cas!) une filiale qu'il constitue préalablement au lancement de l'offre et qui sert d'entité d'acquisition.

³⁵⁹ Les titres sont alors rachetables au même prix qui a été offert au moment de l'OPA.

³⁶⁰ L'acceptation de la fusion par résolution spéciale des actionnaires n'est alors qu'une pure formalité. D'une part, l'entité d'acquisition de l'initiateur, ayant pour seul actionnaire ce même initiateur, il est trivial de dire qu'il y aura approbation! D'autre part, compte tenu que plus du deux tiers des actions ont été déposées et sont maintenant détenues par l'offrant, l'opération sera entérinée par la société cible. Par ailleurs, le même procédé pourrait aussi s'appliquer dans le cas où un actionnaire majoritaire d'une société par actions publiques, par l'entremise de sa société de portefeuille décide de fusionner avec l'émetteur assujetti. Par le « jeu » des actions privilégiées rachetables, il peut alors être en mesure d'évincer les actionnaires minoritaires.

³⁶¹ Ce processus de fermeture demande généralement une période d'au moins 6 mois.

deux tiers des porteurs de la société visée³⁶², l'initiateur peut alors prendre le contrôle de la société cible et procéder, à son gré, à la privatisation de l'entité acquise³⁶³.

³⁶² Cette proportion requise peut toutefois être plus élevée si le tribunal le requiert dans un contexte d'arrangement. Notons également qu'un vote à 75 % est demandé s'il y a un compromis en vertu de la LCQ.

³⁶³ En terminant cette première partie du mémoire, nous voulons mentionner qu'il aurait été intéressant de traiter certaines « nouvelles tendances » transactionnelles. Tout d'abord, l'avènement des opérations par des consortiums comprenant des firmes d'investissement privées vient modifier la donne dans le marché des fusions acquisitions. En effet, en raison notamment de leur pouvoir d'achat très important leur permettant d'acquérir presque n'importe quelle entreprise, de leur structure en capital peu supportée par la dette (propice au rachat d'entreprise par effet levier, « leverage buy-out ») et du fait que leurs opérations sont moins sujettes à être bloquées en vertu du droit de la concurrence, ces consortiums sont maintenant des joueurs incontournables. En outre, l'arrivée dans le paysage transactionnel canadien des fiducies de revenus est aussi un élément qui modifiera fort probablement, si ce n'est pas déjà fait, le marché canadien des fusions et acquisitions. Chose certaine, ces deux nouveaux éléments occuperont pour les prochaines années autant les praticiens que les théoriciens du droit.

2. LES ENJEUX ENTOURANT LA PROTECTION DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES³⁶⁴

Comme nous le constaterons plus en détails dans la prochaine partie du présent mémoire, le droit des valeurs mobilières, en réponse au cadre juridique restreint du droit des sociétés, vient établir un régime unique ayant pour objectif de rehausser la protection des actionnaires minoritaires dans un contexte transactionnel. Avant de discuter directement de la « mécanique » de cette réglementation, nous nous proposons, dans un premier temps, d'analyser les fondements théoriques ainsi que l'historique sous-jacent à l'avènement du Règlement Q-27 pour, par la suite, circonscrire la problématique ayant amené la création d'une telle législation.

2.1. Les fondements théoriques du Règlement Q-27³⁶⁵ :

2.1.1. Les principes de l'efficience et de l'équité³⁶⁶ :

Guidé par l'objectif de favoriser le bon fonctionnement du marché des valeurs mobilières et d'assurer la protection des épargnants contre les pratiques déloyales, abusives ou frauduleuses, l'AMF a considéré approprié de réglementer certaines opérations pouvant potentiellement donner ouverture à des conflits d'intérêts³⁶⁷. Ce faisant, elle a instauré le

³⁶⁴ Cette partie du mémoire est à jour en date du 23 juillet 2006.

³⁶⁵ Bien que nous touchions la question qu'en partie, essentiellement en raison de l'approche pratique plutôt que théorique que nous préconisons pour ce mémoire, il aurait pu être intéressant de se questionner encore plus en détail sur les fondements du Règlement Q-27 à la lumière de l'analyse économique du droit et plus particulièrement à partir d'une approche prédictive nous permettant d'expliquer et de comprendre la raison d'être et l'économie de cette législation. Pour une introduction sur l'analyse économique du droit, voir R. Crête & S. Rousseau, *Droit des sociétés par actions*, supra, note 316 aux pp. 60 et ss et Ejan Mackaay, *L'analyse économique du droit dans les systèmes civilistes*, document de travail, Université de Montréal, 2000. Pour des traités sur le sujet, voir R. Cooter & T. Ulen, *Law and Economics*, 4^e éd., New York, Addison-Wesley, 2003, P. Newman (dir.), *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, London MacMillan, 1998 (3 vol.) et R. A. Posner, *Economic Analysis of Law*, 5^e éd., New York, Aspen Law & Business, 1998.

³⁶⁶ La présente section se base sur l'analyse proposée par la Professeure Anita Anand de l'Université Queen's présentée dans A. Anand, « Fairness at What Price? An Analysis of the Regulation of Going-Private Transactions in OSC Policy 9.1 », (1998) 43 R.D. McGill 115. Malgré le fait que ce document discute uniquement des opérations de fermeture, l'approche de l'auteure peut s'appliquer tout aussi bien aux 4 types de transactions régies par le Règlement Q-27 (*infra*, section 3).

³⁶⁷ 276 LVMQ et 3.2(2) LVMO. Pour une étude approfondie sur les éléments à la base d'un marché des capitaux solide et efficace, voir B. Black, « The Legal and Institutional Preconditions for a Strong Securities Market », (2001) 48 U.C.L.A. L. Rev. 781. Cet auteur édicte que les deux composantes essentielles d'un marché des capitaux efficient et énergique sont, d'une part, la disponibilité d'une information valable sur la valeur de l'entreprise et, d'autre part, une confiance des investisseurs de ne pas se faire tromper par les dirigeants et les actionnaires majoritaires de la société dans laquelle ils investissent. Le Règlement Q-27 vise notamment l'atteinte de ses deux critères. En outre, une autre étude démontre qu'une protection accrue des actionnaires favorise les marchés financiers et augmente la valeur des entreprises. Voir, R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer & R. Vishny, « Investor Protection and Corporate Valuation » (2002) 57 J. Fin. 1147. Finalement, les mêmes auteurs, dans une autre étude, concluent que les états où les mesures de protection des actionnaires sont « évoluées » ont un marché boursier plus solide, un plus grand nombre de compagnies cotées en bourse per capita et un niveau plus élevé de premier appel public à l'épargne. Voir, R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer & R. Vishny, « Legal Determinants of External Finance » 25 J. Corp. L. 1.

Règlement Q-27³⁶⁸ en vue de promouvoir l'équité pour les actionnaires minoritaires. Or, quels sont les fondements ayant amenés l'AMF vers un tel encadrement législatif? Lors de l'avènement du Règlement Q-27, le Législateur s'est basé tout d'abord sur deux principes afin de juger le bien fondé de son intervention législative : le principe de l'efficience et celui de l'équité.

De façon sommaire, le principe de l'efficience édicte que le cours du marché est une mesure efficace pour déterminer la valeur des titres d'une société³⁶⁹. Selon cette école de pensée, il est inutile de se référer à d'autres paramètres pour apprécier le prix de l'action d'une compagnie, le marché étant l'étalon de mesure absolu³⁷⁰. Cette théorie s'appuie sur le postulat que la compétition ainsi que l'interrelation entre les investisseurs et les divers intervenants du marché des capitaux permettent de « répandre » toute l'information requise pour évaluer la valeur des actions³⁷¹. Un autre postulat propose que même si une partie de l'information n'est pas disponible à l'ensemble des acteurs corporatifs, les intervenants « privilégiés » refuseront tout de même d'utiliser ces données pour usurper les actionnaires minoritaires de leurs titres par peur que le marché pénalise ultimement l'entreprise lors d'éventuelles levées de capitaux³⁷². Partant, cette information est reflétée directement dans le coût des titres ce qui fait en sorte qu'une réglementation voulant assurer une équité n'est pas nécessaire³⁷³. De toute évidence, l'AMF ne se range pas du côté de cette théorie³⁷⁴.

³⁶⁸ Voir la section 2.2 pour l'historique sous-jacent au Règlement Q-27.

³⁶⁹ Pour une étude détaillée de ce principe, voir V. Brudney, « Efficient Markets and fair Values in Parent Subsidiary Mergers », (1978) 4 J. Corp. L. 63.

³⁷⁰ La notion du marché est le fondement même du libéralisme économique. Cette théorie prend sa source dans l'ouvrage d'Adam Smith (1723-1790) « Recherche sur la nature et les causes de la richesse des nations » (1776). Adam Smith est d'ailleurs considéré comme le père de l'économie moderne.

³⁷¹ Pour que cette théorie du marché fonctionne efficacement, il faut, en outre que l'information circule librement à travers les intervenants, qu'il n'y ait aucune imperfection institutionnelle et qu'aucune corruption ou manipulation n'influencent le marché. Les scandales corporatifs récents peuvent d'ailleurs nous laisser croire que cette théorie peut difficilement tenir la route dans le contexte actuel. Pour de plus amples informations sur ces « désordres » corporatifs, voir la section 4.1.3.

³⁷² Pour une discussion sur cette conception, voir N. Wolfson, « A Critique of Corporate Law », (1980) 34 U. Miami L. Rev. 960 à la p. 979. Les scandales boursiers peuvent, ici aussi, nous faire douter d'un tel effet dissuasif du marché sur les entreprises et leurs dirigeants. Les rectifications apportées récemment dans le milieu financier peuvent par contre militer en faveur de cette position (*infra*, section 4.1.3). Par ailleurs, la mémoire des investisseurs étant souvent à court terme, les vagues souvenirs qu'une entreprise a déjà brimé les droits de ses actionnaires minoritaires céderont généralement le pas à la volonté de rechercher un investissement rentable et ce, peu importe l'historique de la compagnie.

³⁷³ Pour une discussion sur les divers niveaux d'efficience et la position canadienne à cet égard, voir R.J. Daniels & J.G. MacIntosh, « Toward a Distinctive Canadian Corporate Law Regime », (1991) 29 Osgoode Hall L.J. 863 à la p. 872. Dans cet article, les auteurs avancent que la théorie de l'efficience n'est valable qu'à travers un marché qui reflète la totalité de l'information disponible, ce que le Canada n'est pas selon leur étude (tout comme le marché américain). Ils divisent le niveau de répartition de l'information sur le marché en 3 catégories : « Strong form efficiency » (toute l'information est disponible), « semi-strong form efficiency » et « weak form efficiency ». Finalement, notons que leur texte est également fort instructif en énonçant les éléments qui différencient le marché des capitaux canadien par rapport à celui des États-Unis. Ainsi, les auteurs avancent qu'il faut être vigilant lors du processus de modification législative afin d'éviter de procéder à un mimétisme du droit américain et de plutôt tenir compte du particularisme canadien.

³⁷⁴ Le fait qu'un droit d'évaluation des titres soit permis en vertu du droit des sociétés est également un autre exemple que le principe de l'efficience n'est pas reconnu au Canada (voir les articles 206(3) LCSA, *supra*, section 1.3.2 et 190 LCSA, *infra*, section 2.3.4).

L'AMF base plutôt sa rhétorique afférente à l'instauration du Règlement Q-27 notamment sur le principe de l'équité³⁷⁵. Cette école de pensée établit, quant à elle, que le marché ne reproduit pas de manière parfaite la valeur d'une action. Certes, pris en vase clos, la théorie de l'efficience peut paraître attirante. Toutefois, les tenants de cette théorie de l'équité avancent que le marché est « pervers » par des asymétries informationnelles³⁷⁶. De ce fait, des informations non-publiques ou privilégiées ne seront pas toujours englobées dans le prix des titres de la société. Basant sa conceptualisation de la problématique sur cette iniquité de l'information, l'AMF adopte la position suivante : un encadrement législatif est de mise pour éviter des situations où certains intervenants corporatifs pourraient, en raison de leur position avantageuse, priver d'autres actionnaires de la juste valeur de leurs titres³⁷⁷. Le paragraphe introductif de l'Instruction complémentaire Q-27 ne laisse planer aucun doute sur cette approche préconisée par l'AMF :

La Commission considère qu'il est essentiel [...] que tous les porteurs soient traités d'une façon qui, non seulement soit équitable, mais donne aussi une impression d'équité. Selon la Commission, il incombe aux émetteurs et autres parties ayant accès aux marchés financiers une obligation de traitement équitable à l'égard des porteurs et le respect de cette obligation est essentiel pour la protection de l'intérêt public puisqu'il assure l'efficacité, l'équité et l'intégrité du fonctionnement des marchés financiers³⁷⁸.

³⁷⁵ On parle aussi dans la littérature de la doctrine de l'égalité. Voir V. Brudney, « Equal Treatment of Shareholders in Corporate Distributions and Reorganizations », (1983) 71 Cal. L. Rev. 1072.

³⁷⁶ Cette asymétrie est d'ailleurs bien explicitée dans R.J. Daniels & J.G. MacIntosh, « Toward a Distinctive Canadian Corporate Law Regime », *supra*, note 373, aux pp. 875 et ss.

³⁷⁷ L'Instruction complémentaire Q-27, *Les mesures de protection des porteurs minoritaires à l'occasion de certaines opérations*, (2000) 31 B.C.V.M.Q. № 50 (ci-après « Instruction complémentaire Q-27 »), prend toutefois bien garde de préciser que ces opérations ne seront pas considérées *a priori* comme étant abusives mais plutôt qu'elles peuvent potentiellement être abusives ou inéquitables (article 1.1).

³⁷⁸ Article 1.1 de l'Instruction complémentaire Q-27. Lorsque l'AMF avance que l'objectif est de promouvoir l'équité et la perception d'équité nous sommes plutôt d'avis, tout comme la Professeure Anand, que le fondement de cette instrument législatif est de protéger les actionnaires minoritaires des abus monétaires pouvant être exercés par les actionnaires majoritaires. Ce faisant, comme elle l'édicte, toutes analyses du bien fondé des Règlements Q-27 et 61-501 et de leurs composantes doit se faire en se demandant si une plus value financière est engendrée pour les actionnaires protégés par ce type de réglementation. Pour une discussion sur cette rhétorique, voir A. Anand, « Comments on « Going Private Transactions and other Related party Transactions » dans *The 6th Queen's Annual Business Law Symposium*, Toronto, Carswell, 1999, 225 à la p. 228. Toutefois, les ACVM semble avoir une vision différente et préfère se baser sur des concepts flous et objectivement difficiles à mesurer tels que la confiance du public dans le marché des capitaux pour interpréter cette réglementation. Avec égards, nous considérons que les ACVM font fausse route.

2.1.2. La théorie du réseau de contrats et l'approche impérative³⁷⁹ :

La théorie du réseau de contrats est l'école dominante en économie pour conceptualiser la société par actions. Essentiellement, cette thèse postule qu'une compagnie³⁸⁰ est une création législative fictive servant d'armature pour établir les diverses relations contractuelles entre les acteurs corporatifs. Ce courant propose ainsi que la société par actions est un nœud de contrats³⁸¹ permettant l'activité productive de l'entreprise³⁸². *A priori*, cet amalgame de contrats peut nous laisser croire que l'ensemble des « joueurs » corporatifs constitue le corps même de la compagnie. Toutefois, les disciples de cette théorie placent plutôt l'actionnaire, fournisseur des capitaux propres de l'entreprise, à l'avant-scène. Ils se basent principalement sur le fait qu'ils sont les derniers dans « l'échelle de paiement » à être rémunérés (après les fournisseurs, les prêteurs, etc). De ce fait, ils sont les seuls à avoir un intérêt dans la recherche de la maximisation de la valeur de l'entreprise³⁸³. Quels conclusions pouvons nous tirer de cette théorie qui, à bien

³⁷⁹ « La théorie néoclassique définit l'entreprise comme une unité de production. Selon cette théorie, l'entreprise constitue « une unité dont l'activité essentielle consiste à transformer des flux d'entrées (matières premières, services, etc.) en flux de sorties (produit finis, déchets, etc.). Cette unité de production est gérée par un individu ou un groupe d'individus qui sont ses propriétaires et qui poursuivent un objectif de maximisation du profit. Pour atteindre cet objectif, les propriétaires élaborent un programme d'optimisation où sont considérés les ressources utilisées, les quantités produites et les prix des biens et services qui entrent dans le processus de production et qui en sortent », R. Crête & S. Rousseau, note 316 à la p. 75. En réponse aux lacunes de cette théories, d'autres principes ont été conceptualisés afin d'expliquer l'existence de l'entreprise, dont celui du réseau de contrats qui a reçu l'appui le plus prononcé. Par ailleurs, notons également que la théorie du réseau de contrats est un « complément » à la théorie de l'agence dont nous discuterons dans la prochaine section du présent travail (section 2.1.3). Pour de plus amples informations sur le sujet, voir G. Koenig, *Les théories de la firme*, 2^e éd., Paris, Economica, 1998, R. Flannigan, « The Economic Structure of the Firm », (1995) 33 *Osgoode Hall L.J.* 105, T. S. Ulen, « The Cosean Firm in Law and Economics », (1993) 18 *J. Corp. L.* 301, W.W. Bratton, « The New Economic Theory of the Firm: Critical Perspectives from History », (1988-1989) 41 *Stan. L. Rev.* 1471, P. Milgrom & J. Roberts, « Economic Theories of the Firm: Past, Present, and Future », (1988) 21 *Rev. can. d'écon.* 444, M. C. Jensen & W. H. Meckling, « Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure », (1976) 3 *J. Fin. Econ.* 305, A Berle & G. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, 2^e éd., New York, MacMillan, 1956, Frank H. Knight, *Risk, Uncertainty, and Profit*, Londres, London School of Economics and Political Science, 1948 et R. H. Coase, « The Nature of the Firm », (1937) 4 *Economica* 386. Finalement, voir M.C. Jensen, « Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers », (1986) *American Economic Review*, 76, 323, où l'auteur avance qu'une entreprise avec une encaisse substantielle augmenterait ses coûts d'agence à la différence d'une compagnie qui financerait plutôt son actif par de la dette et H. Demsetz & B. Villalonga, « Ownership Structure and Corporate Performance » (2001) 7(3) *J. Corp. Fin.* 209 où les auteurs opinent qu'il n'y a pas de corrélation entre la structure de l'actionariat et la performance de la société.

³⁸⁰ On parle généralement de « la firme » dans la littérature.

³⁸¹ La notion économique du contrat est toutefois différente de celle employée en droit comme le font ressortir les auteurs R. Crête & S. Rousseau, *supra*, note 316 aux pp. 78-79.

³⁸² Dans un autre ordre d'idées, cette vision de l'entreprise illustrée par cette citation de Milton Friedman (prix Nobel d'économie, 1976) : « There is one and only one social responsibility of business—to use its resources and engage in activities designed to increase its profits » peut nous laisser croire que l'avènement de la responsabilisation sociale de la société par actions n'est peut-être qu'une utopie? Pour un article sur cette polémique, voir Marzena Czarnecka, « Do the right thing : Should companies pursue corporate social responsibility because it's good for business, or just because it's good? », *Lexpert*, juin 2006, à la p. 84.

³⁸³ R. Crête & S. Rousseau, *supra*, note 316 aux pp. 80 à 84. Comme nous l'avons soulevé brièvement lors de notre analyse de la défense de « just say no » (*supra*, section 1.1.6.2(4)) et comme nous le verrons plus en détails lors de

des égards, semble beaucoup plus près de la philosophie du droit que du droit des valeurs mobilières? Trois types de dispositions législatives peuvent être utilisés afin de circonscrire l'activité d'une société par actions³⁸⁴. Premièrement, les dispositions habilitantes sont celles qui ont pour objectif de fournir un cadre facilitant le fonctionnement de la compagnie. En second lieu, des prescriptions supplétives peuvent aussi être proposées par le Législateur afin de combler les lacunes propres au phénomène de la liberté contractuelle³⁸⁵. Finalement, des règles dites impératives, auxquelles aucune partie ne peut se dérober, sont aussi susceptibles d'être instaurées. Le Règlement Q-27, comme nous le constaterons dans la prochaine partie du mémoire, édicte essentiellement des dispositions impératives. Ce faisant, le Règlement Q-27 semble se détacher de l'approche proposées par les défenseurs de la notion du réseau de contrats qui, par leur vision « contractuelle » de la société par actions, préconisent plutôt l'instauration de règles habilitantes et supplétives de volonté militant en faveur d'une liberté contractuelle. En outre, les assises de cette théorie s'appuyant, d'une part, sur le fait que les acteurs contractuels agissent dans une optique de coopération mutuelle lors de leurs interactions et que, d'autre part, ils contractent sur la base d'une égalité informationnelle, peuvent difficilement être appliquées lors d'opérations avec des actionnaires minoritaires³⁸⁶. En effet, lors de la distribution des ressources au sein de l'entreprise, l'actionnaire minoritaire peut être désavantagé en raison du désir que d'autres parties à l'activité corporative pourraient avoir de maximiser leur propre intérêt. Ces autres parties peuvent alors être en mesure d'agir de la sorte si elles bénéficient d'asymétrie informationnelle et décisionnelle. Certes, l'AMF est consciente que la ligne de conduite imposée par le Règlement Q-27 engendre des frais et une certaine « rigidité » transactionnelle pour les émetteurs assujettis³⁸⁷. Toutefois, elle est d'opinion que les

notre étude de l'affaire *Peoples* (*supra*, note 210 et *infra*, section 4.1.1.1), la Cour suprême du Canada semble se dissocier de la théorie du réseau de contrats.

³⁸⁴ Nous empruntons cette approche ainsi que cette classification des Professeurs Crête et Rousseau, *supra*, note 316, aux pp. 84 et ss.

³⁸⁵ Notons que, bien que plusieurs dispositions du droit des valeurs mobilières soit instaurées dans un dessein impératif, (la LVMQ ayant entre autres objectifs la protection du public (*supra*, note 10)) d'autres règles seront plutôt adoptées avec une approche plus permissive. On peut penser notamment à certaines dispositions régissant la régie d'entreprise (*infra*, section 4.1.3).

³⁸⁶ Pour une discussion sur cet opportunisme potentiel, voir notamment E.F. Fama & M. C. Jensen, « Separation of Ownership and Control », (1983) 26 J. Law & Econ. 301 et E.F. Fama & M. C. Jensen, « Agency Problems and Residual Claims », (1983) 26 L. Law & Econ. 327.

³⁸⁷ Ce manque de flexibilité est compensé, comme nous le verrons, par le truchement du jeu des dispenses (*infra*, partie 3). Pour une critique du coût d'opportunité de certaines obligations du règlement Q-27, voir A. Anand, « Fairness at What Price? An Analysis of the Regulation of Going-Private Transactions in OSC Policy 9.1 », *supra*, note 366 aux pp. 132 et ss, où l'auteure se questionne sur la pertinence des obligations d'évaluation et sur celle de former un comité spécial; R.J. Daniels & J.G. MacIntosh, « Toward a Distinctive Canadian Corporate Law Regime », *supra* note 373 aux pp. 924 et ss, où on soulève également certains doutes sur l'obligation d'évaluation. Voir en outre le document « Review of Formal Valuations and Fairness Opinion » (1993) 16 O.S.C.B. 5014.

bénéfices créés pour les porteurs de titres minoritaires excèdent les coûts liés à une telle réglementation. C'est ainsi que l'AMF, avec comme objectif de répondre aux défaillances pouvant s'immiscer dans le processus transactionnel lors de certaines opérations et en rejetant les préceptes de la théorie du réseau de contrats, instaure le Règlement Q-27.

2.1.3. Les sociétés à actionnariat dispersé/concentré et la relation d'agence³⁸⁸ :

Un autre fondement du Règlement Q-27 réside dans le type d'actionnariat de la société par actions publique combiné aux coûts associés à la relation d'agence ayant cours au sein de l'entreprise. Dans un premier temps, on dit que l'actionnariat d'une entreprise est dispersé lorsque aucun des actionnaires ne détient un bloc significatif de titres de la société³⁸⁹. À l'inverse, la participation de l'actionnariat est dite concentrée lorsqu'un ou quelques actionnaires détiennent une position « majeure » dans la compagnie³⁹⁰. Les sociétés par actions publiques

³⁸⁸ Pour une documentation afférente à la théorie de l'agence, *supra*, note 379. Cette notion a pour origine les interrogations d'Adam Smith (*supra*, note 370) sur l'inefficacité des sociétés dont la direction est confiée à un agent non-proprétaire. Par ailleurs, comme le démontre M.J. Roe, le développement de la législation entourant la protection des actionnaires minoritaires serait en corrélation avec le développement de l'actionnariat dispersé. Voir à ce sujet le document 186 « Corporate Law's limits » du Center for Law and Economic Studies de la faculté de droit de l'Université Columbia: http://www.law.columbia.edu/center_program/law_economics/wp_listing_1.

³⁸⁹ Le capitalisme évoluerait naturellement vers une dispersion de l'actionnariat selon R.C. Clark, « The Four Stages of Capitalism : Reflections on the Investment Management Treatises » (1981) 94 Harv. L. Rev. 561, aux pp. 562-567.

³⁹⁰ Il est plus probable de retrouver ce genre de situation dans le contexte d'une entreprise familiale. Sur la scène québécoise, on peut penser notamment aux compagnies suivantes : Le Groupe Jean Coutu Inc. (Coutu), Power Corporation du Canada (Desmarais), Cascades Inc. (Lemaire), Quebecor Inc. (Péladeau), Bombardier Inc. (Bombardier et Beaudoin), Groupe Saputo Inc. (Saputo), Groupe Canam Manac Inc. (Dutil) et Transcontinental Inc. (Marcoux). Au Canada, par exemple, le Groupe Weston Limité (Weston), Irving Oil Corporation (Irving), Shaw Communications Inc. (Shaw), Thomson Corporation (Thomson), CanWest Global Communications Corporation (Asper) et Canadian Tire Corporation (Billes). En outre, notons que le contrôle à l'intérieur d'une entreprise peut se faire par l'entremise d'actions à droit de vote multiple (actions supers-votantes). Ce faisant, une société par actions publiques peut être en mesure de se procurer des fonds additionnels sans que son actionnaire « dominant » (c'est-à-dire la famille fondatrice ou l'entrepreneur fondateur) puisse perdre son pouvoir décisionnel. On évite alors la dilution qui accompagne normalement l'émission publique d'actions. Cette alternative est d'ailleurs beaucoup moins utilisée en droit américain compte tenu de l'encadrement des Bourses plus restrictif devant ce genre de pratique. Selon une étude, plus de 15 % des entreprises cotées à la Bourse TSX ont des actions à droit de vote prépondérant. Voir R. Morck, « The Market and closely Held Corporation in Canada : The Implications of Concentrated share Ownership for Corporate Performance », *Canadian Investment Review*, Vol. 9 N° 1, 1996. Une étude plus récente estimerait même qu'entre 20 et 25 % des compagnies de la Bourse TSX auraient une structure à deux catégories d'actions ou accorderaient des droits de vote spéciaux. Voir Elizabeth Church, « Special Class Shares Hard to Give Up », *Globe & Mail*, 25 septembre 2003. Nous voulons également aviser le lecteur que la société par actions publiques permettant cette catégorie de titres doit répondre aux exigences du *Règlement Q-17 sur les actions subalternes*, (2001) 32 B.C.V.M.Q. N° 26 (ci-après « Règlement Q-17 ». Le pendant ontarien est la *Règle 56-501, Restricted Shares*, (1999) 22 O.S.C.B. 6803, anciennement la Politique 1.3, instaurée pour la première fois en 1982) et qu'une clause « de protection » (mieux connue sous la dénomination de « coattail provision ») doit se rattacher à ce type d'action afin qu'un droit de conversion en action ordinaire prenne effet lors de l'annonce d'une OPA. De plus, cette catégorie d'actions soulève fréquemment l'ire des actionnaires en tant qu'atteinte aux principes fondamentaux de la démocratie corporative. De ce fait, certaines compagnies peuvent être tentées de s'en détacher. Par exemple, Marcel Dutil du

canadiennes comptent généralement sur un actionnariat concentré³⁹¹ à la différence des compagnies américaines qui, elles, comprennent majoritairement des actionnaires ayant une participation dispersée³⁹². Abordons maintenant le concept de la relation d'agence. Plus une entreprise prend de l'ampleur, plus la possibilité qu'il y ait une séparation entre les fonctions de direction et d'investissement devient probable. Dès lors, une relation d'agence prend forme. Essentiellement, la notion d'agence est le phénomène par lequel une partie délègue à une autre certaines de ses fonctions décisionnelles pour que cette dernière les accomplisse au bénéfice de son délégateur. Cela s'illustre, dans un cadre corporatif, par les dirigeants de la société qui exercent le rôle de représentants, c'est-à-dire d'agent, des actionnaires. Toutefois, la relation d'agence, en vertu des discordances possibles entre les intérêts des actionnaires et ceux des dirigeants³⁹³, peut créer certaines situations propices aux inconduites. Ces situations engendrent alors des coûts d'agence³⁹⁴. Ces abus peuvent apparaître dans la société à actionnariat dispersé tout comme à l'intérieur d'une entreprise à capital-actions concentré. D'une part, dans la société

Groupe Canam Manac Inc. a accepté récemment (avril 2006) de convertir la totalité de ses actions à droit de vote multiple en actions ordinaires faisant ainsi passer son emprise sur la société en deçà d'une détention de 50 % de l'ensemble des droits de votes. Finalement, pour de plus amples informations sur le sujet, voir V. Loungnarath Jr, « Le porteur d'actions subalternes et l'offre publique d'achat : à la recherche de l'équité et de l'efficacité » (1993) 27 R.J.T. 499.

³⁹¹ Suite à l'étude de S.R. Rao & C.R. Lee-Sing faite auprès d'un échantillon de 766 entreprises canadiennes, 23,1 % des compagnies ont un actionnariat dispersé, 21,4 % font l'objet d'un contrôle effectif (c'est-à-dire lorsqu'un actionnaire ou un groupe d'actionnaires détient entre 20 % et 50 % des actions votantes) et 55,5 % d'un contrôle légal (c'est-à-dire 50 %+1 des droits de vote). Pour de plus amples informations sur cette étude, voir S.R. Rao & C.R. Lee-Sing, « Les structures de régie, la prise de décision et le rendement des entreprises en Amérique du Nord », dans R.J. Daniels & R. Morck, dir., *La prise de décision dans les entreprises au Canada*, Calgary, University of Calgary Press, 1995, p. 3. p. 53. Par ailleurs, dans R.J. Daniels & J.G. MacIntosh, « Toward a Distinctive Canadian Corporate Law Regime », *supra* note 373 aux pp. 884 et ss, les auteurs concluent que seulement 14 % des compagnies canadiennes possèdent un actionnariat dispersé. Voir également R. J. Daniels & E. M. Iacobucci, « Some of the Causes and Consequences of Corporate Ownership Concentration in Canada » dans R. K. Morck, dir., *Concentrated Corporate Ownership*, Chicago, University of Chicago Press, 2000, p. 81.

³⁹² Pour une illustration de la situation du tissu corporatif américain, voir S.R. Rao & C.R. Lee-Sing, « Les structures de régie, la prise de décision et le rendement des entreprises en Amérique du Nord », *supra*, note 391 où on y énonce que 40,2 % des compagnies ont un actionnariat dispersé, 35,1 % font l'objet d'un contrôle effectif et 24,7 % d'un contrôle légal. Pour une étude fort instructive sur la répartition du droit de propriété des plus grandes entreprises dans 27 pays, voir R. La Porta, F. Lopez-De-Silanes & A. Shleifer, « Corporate Ownership Around the World », *J. Fin.*, Vol. 54, N° 2 Avril 1999. Essentiellement, les auteurs concluent, qu'à l'exception des États bénéficiant d'un régime de protection des actionnaires minoritaires solide, peu de sociétés par actions ont un actionnariat dispersé (ex : Irlande, Australie, États-Unis, Japon, Angleterre). Par ailleurs, cette étude laisse croire que les sociétés sociales démocrates (Canada, France, Allemagne) seraient caractérisées par un actionnariat concentré à la différence des sociétés qualifiées de libérales (États-Unis et Angleterre) qui sont plus propices à l'instauration d'un capital-actions dispersé.

³⁹³ Nous utilisons le terme « dirigeant » dans une acception large ce qui inclus à la fois l'actionnaire de contrôle et la direction de l'entreprise au sens propre.

³⁹⁴ La littérature divise ces coûts en trois catégories : (i) les coûts de surveillance, c'est-à-dire les coûts supportés par l'agent pour limiter les comportements opportunistes (ex : l'octroi de titres de la société); (ii) les coûts d'obligation ou d'engagement, c'est-à-dire les frais engagés pour obtenir la confiance de l'actionnariat (ex : le respect des règles de régie d'entreprise (*infra*, section 4.1.3)); (iii) les coûts d'opportunité ou pertes résiduelles, c'est-à-dire les coûts immuables à une telle relation qui ne permettent pas une maximisation optimale pour les actionnaires. Voir, M. C. Jensen & W. H. Meckling, « Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure », *supra*, note 379.

dont le capital est dispersé, il s'agit de la direction qui exerce véritablement le pouvoir de gestion ce qui peut donner ouverture à l'adoption de comportements qui ne sont pas toujours conformes aux intérêts des « propriétaires » de l'entreprise, les actionnaires. D'autre part, au sein de la compagnie à actionnariat concentré, la position de force de l'actionnaire « dominant » peut également être problématique en ce que ce dernier peut être tenté de « prendre le contrôle » du conseil d'administration avec comme objectif de spolier les actionnaires minoritaires. Partant, le Règlement Q-27 s'efforce d'encadrer sur le plan juridique ces deux problématiques liées au phénomène de la séparation de la propriété et du contrôle de l'entreprise. *A fortiori*, l'AMF, propose, par l'entremise de cette réglementation, des mécanismes préventifs pour combler le vide laissé par le droit des sociétés qui n'offre, comme nous le verrons, suite à notre examen de l'historique du Règlement Q-27, que des dispositifs de nature curative pour circonscrire les droits des actionnaires minoritaires de sociétés par actions publiques.

2.2. Historique du Règlement Q-27³⁹⁵ :

Avant la modification de la LCSA en 1975 (suite au Rapport Dickerson de 1971³⁹⁶), la règle de la majorité était « roi et maître » en droit des sociétés³⁹⁷. Bien que les modifications législatives du droit corporatif insufflent une protection additionnelle aux actionnaires minoritaires³⁹⁸, le droit des valeurs mobilières, considérant cette protection insuffisante, décide d'entrer dans la danse³⁹⁹. Ce faisant, la CVMO instaure, le 30 septembre 1977, la Politique 3-37⁴⁰⁰. Cette politique a pour finalité de promouvoir un traitement plus équitable des porteurs de

³⁹⁵ Le Règlement Q-27 tire ses origines des diverses modulations législatives ayant eu cours au sein de la CVMO pour répondre aux insuffisances du système régissant la protection des actionnaires minoritaires de sociétés par actions publiques. De ce fait, une compréhension optimale de ce règlement doit nécessairement impliquer une analyse historique débutant en territoire ontarien. Cette section du mémoire s'inspire de l'excellent historique proposé par Cathy Singer dans C. Singer, « Going Private Transactions and Related Party Transactions », dans *The 6th Queen's Annual Business Law Symposium*, Toronto, Carswell, 1999, 192.

³⁹⁶ Robert W. Dickerson, John L. Howard, Leon Getz, *Propositions pour un nouveau droit des corporations commerciales canadiennes*, t. I : « commentaires », Ottawa, Information Canada, 1971.

³⁹⁷ *Infra*, section 2.3.

³⁹⁸ *Infra*, section 2.3.

³⁹⁹ Pour une discussion sur le chevauchement entre le droit des sociétés et le droit des valeurs mobilières, voir P. Anisman, « Regulation of Public Corporation : The Boundaries of Corporate and Securities Law », dans *The 4th Queen's Annual Business Law Symposium*, Toronto, Carswell, 1997. et C. Singer, « Going Private Transactions and Related Party Transactions », *supra*, note 395, aux pp. 221 et ss.

⁴⁰⁰ Ontario Policy No 3-37, *Issuer bid - An offer by an issuer to purchase, redeem or retire its own securities: Timely Disclosure*, (1977) O.S.C.B. 253.

titres dans le cadre des OPR⁴⁰¹ en imposant la divulgation d'informations additionnelles lors de l'envoi des documents afférents à l'offre⁴⁰². Dès décembre 1977, et suite à la réception de plusieurs commentaires sur le sujet, la CVMO étend le giron de la Politique 3-37 pour y inclure les offres faites par un initié et les opérations de fermeture⁴⁰³. Par après, en juillet 1978, la Politique 3-37 prend du « mordant » en ajoutant qu'une évaluation des titres⁴⁰⁴ et un vote de la minorité de la majorité⁴⁰⁵ sont requis lors d'une opération de fermeture⁴⁰⁶. En 1982, la Politique 3-37 est modifiée et devient la Politique 9.1⁴⁰⁷. Quelques années plus tard, la Politique 9.1 prend encore plus d'envergure lorsqu'en mai 1990 la CVMO décide, durant la saga de l'affaire Westfield Minerals Ltd.⁴⁰⁸, qu'elle régira également les opérations avec des personnes liées⁴⁰⁹. D'autres modifications auront également lieu en juillet 1991⁴¹⁰ et en juin 1992⁴¹¹.

⁴⁰¹ *Supra*, note 7. Ce type d'opération était d'ailleurs de plus en plus prisé à l'époque compte tenu des modifications à la LCSA de 1975 permettant le rachat des titres par la société émettrice et aussi en raison du marché boursier « froid » des années 1970 encourageant plusieurs compagnies, qui étaient devenues publiques dans le marché favorables des années 1960, à racheter leurs titres.

⁴⁰² Par exemple, une divulgation des bénéficiaires octroyés aux cadres supérieurs, la liste des dirigeants et des initiés de l'offrant, un sommaire des évaluations sur les titres de la société connues des dirigeants ou des administrateurs et faites au cours des deux dernières années, etc.

⁴⁰³ Notice (1977) O.S.C.B. 273.

⁴⁰⁴ Cette obligation prend sa source dans la décision *Re Cablecasting Ltd.*, (1978) O.S.C.B. 37 qui mena au Rapport Salter (directeur de la CVMO à l'époque) recommandant une évaluation lors d'opération de fermeture.

⁴⁰⁵ Ce même rapport (*supra*, note 401), conseilla que ce type de vote soit imposé lors des opérations de fermeture. Cette méthode avait antérieurement été requise en Angleterre dans l'affaire *Re Hellenic & General Trust*, [1976] 1 W.L.R. 123 (ch.) et au Canada dans les décisions *Re Cablecasting Ltd.* (*supra*, note 404) et *Re Loeb*, (1978) O.S.C.B. 333.

⁴⁰⁶ Supplement to O.S.C. Policy 3-37, (1978) O.S.C.B. 224; Note interpretative, (1978) O.S.C.B. 323. Partant la CVMO prend la position qu'une simple divulgation additionnelle d'information n'est pas suffisante pour empêcher les abus potentiels lors de ce genre de transactions.

⁴⁰⁷ Policy 9.1, (1982) 4 O.S.C.B. 538e. On y édicte notamment une procédure à suivre lors de la préparation de l'évaluation et, dans certaines circonstances (si la contrepartie n'est pas en argent), on demande un vote de la minorité au 2/3 pour que l'opération de fermeture soit entérinée.

⁴⁰⁸ Cette affaire concernait la vente d'actifs miniers par une entreprise sans qu'un vote des actionnaires et une évaluation des biens cédés n'aient eu lieu. Les modifications de 1990 à la Politique 9.1 couvre justement ce type d'opération. Pour une discussion plus élaborée sur l'affaire *Westfield Minerals Ltd.*, voir R.J. Daniels & J.G. MacIntosh, « Toward a Distinctive Canadian Corporate Law Regime », *supra*, note 373, aux pp 921 et ss.

⁴⁰⁹ O.S.C. Policy Statement 9.1- *Disclosure, Valuation and Approval for Insider Bids, Issuer Bids, Going Private Transactions, Significant Asset Transactions and other Related Party Transactions*, (1990) 13 O.S.C.B. 2021. Compte tenu de la forte concentration de l'actionariat au Canada favorisant les transactions avec lien de dépendance (*supra*, section 2.1.3), on considère ainsi que ce type d'opération doit être encadré sur le plan légal. Par ailleurs, on impose notamment lors de ces modifications que l'évaluation soit faite par un évaluateur qualifié et indépendant et on recommande fortement la formation d'un comité spécial dans les situations propices aux conflits d'intérêt.

⁴¹⁰ O.S.C. Policy Statement 9.1- *Disclosure, Valuation Review and Approval Requirements and Recommendations for Insiders Bids, Issuers Bids, Going Private Transactions and Related Party Transactions*, (1991) O.S.C.B. 3345.

⁴¹¹ (1992) O.S.C.B. 2930.

Ce n'est que le 9 octobre 1992 que la CVMQ emboîte le pas de son homologue ontarien et instaure l'Instruction générale Q-27⁴¹². Celle-ci a une portée et une intention similaire à la Politique 9.1 quoique certaines différences soient notables⁴¹³. Des modifications seront par après apportées en juin 2001⁴¹⁴. Pendant ce temps, la CVMO modifie sa Politique 9.1 et adopte le Règlement 61-501⁴¹⁵. Finalement, suite aux dernières modifications du Règlement 61-501, l'AMF a émis un avis le 29 juin 2004⁴¹⁶ à l'effet, qu'en attendant les modifications corrélatives du Règlement Q-27, elle fera en sorte d'interpréter, par souci d'harmonisation, le Règlement Q-27 à la lumière de son pendant ontarien⁴¹⁷.

⁴¹² *Instruction générales Q-27, Mesures de protection des porteurs minoritaires à l'occasion de certaines opérations*, (1992) 23 B.C.V.M.Q. № 41. Certaines modifications mineures sont ensuite apportées en mai et décembre 1993, essentiellement pour corriger des erreurs lors de la rédaction originale. Voir *Modification de l'Instruction générale Q-27, Mesures de protection des porteurs minoritaires à l'occasion de certaines opérations*, (1993) 24 B.C.V.M.Q. № 18 et (1993) 24 B.C.V.M.Q. № 48.

⁴¹³ À titre indicatif, l'Instruction générale Q-27 n'édicte pas que la CVMQ peut retirer un droit prévu par l'Instruction si les actionnaires minoritaires utilisent lesdits droits de manières abusives à la différence de la Politique 9.1, certaines nuances sont présentes dans les définitions (ex : la définition de « personne intéressée » (« interested party ») est plus limitée au Québec tandis que celle de « personne reliée » (« related party ») est plus large au Québec), certaines dispenses sont seulement disponibles au Québec ou, à l'inverse, seulement en Ontario, etc.

⁴¹⁴ *Instruction générale Q-27, Mesures de protection des porteurs minoritaires à l'occasion de certaines opérations*, (2001) 32 B.C.V.M.Q. № 4 et (2001) 32 B.C.V.M.Q. № 39. À partir de ce moment, on peut s'avancer pour dire que le Règlement Q-27 est sensiblement devenu un calque du Règlement 61-501 sauf à l'égard de son application aux émetteurs non-assujettis, au plan d'arrangement et de son exigence du communiqué de presse lors d'une transaction entre personnes reliées. Pour une énumération des modifications alors apportées, voir « Modification à l'Instruction générale Q-27 – Mesures de protection des porteurs minoritaires à l'occasion de certaines opérations », (2000) 31 B.C.V.M.Q. № 50.

⁴¹⁵ *Rule 61-501, Insider Bids, Issuer Bids, Going Private Transactions and Related Party Transactions*, (2000) 23 O.S.C.B. 971, modifiée par (2002) 25 O.S.C.B. 943 et (2004) 27 O.S.C.B. 5975. Notons que le processus pour passer au Règlement 61-501 était débuté depuis 1996. Par ailleurs, suite à l'affaire *Ainsley Financial Corp. c. Ontario (Securities Commission)*, (1994) 21 O.R. (3^e) 104 (Ont. C.A.) qui édictait que la CVMO n'avait pas l'autorité nécessaire pour publier un règlement, la CVMO résolut ce problème en 1995 en s'accordant le droit de légiférer sur certains sujets. De ce fait, la Règlement 61-501 prend maintenant la forme d'un règlement et non d'une politique. Quant au Québec, il ne s'est pas encore attaqué à cette question. Toutefois, le 27 juin 2003, l'article 100 du Projet de loi № 57 intitulé *Loi modifiant la Loi sur les valeurs mobilières* a été adopté ce qui a fait en sorte de modifier toutes les instructions générales en règlements. Ce faisant, l'Instruction générale Q-27 est devenue le Règlement Q-27.

⁴¹⁶ *Mesure de protection des porteurs minoritaires à l'occasion de certaines opérations – La situation au Québec et en Ontario – Dispenses discrétionnaires*, (2004) 1 B.A.M.F. № 21.

⁴¹⁷ Les principales modifications apportées au Règlement 61-501 introduisent de nouveaux concepts et de nouvelles dispenses tout en précisant l'interprétation à donner à certaines notions existantes. Plus particulièrement, la version modifiée du Règlement 61-501 prévoit, relativement à certaines opérations visées par cette règle, une divulgation améliorée et des dispenses statutaires de l'exigence d'obtenir une évaluation indépendante ainsi que l'approbation des porteurs minoritaires afin de prévoir les situations où des dispenses ont été accordées à maintes reprises par le passé à cet effet. Les modifications visent principalement à clarifier des zones grises, à reproduire le nombre de demandes de dispenses discrétionnaires, à rendre le Règlement 61-501 plus convivial et à réduire le fardeau réglementaire, particulièrement pour les petits émetteurs. Sans procéder à une analyse exhaustive du Règlement 61-501, nous soulignerons tout de même au passage les modifications les plus importantes apportées en juin 2004. Compte tenu que l'AMF apportera, dans un avenir rapproché, des modifications substantiellement identiques, il est tout indiqué d'en faire mention. (D'ailleurs, le 25 août 2006, un projet de règlement à cet effet a été publié par l'AMF, *infra*, note 470). En outre notons que l'AMF a octroyées plusieurs dispenses discrétionnaires depuis juin 2004 afin d'introduire en droit québécois les modifications du Règlement 61-501.

2.3. Problématique : La nécessité d'un cadre juridique au-delà du droit des sociétés⁴¹⁸

Pendant plus de 100 ans au Canada, la règle de la majorité, qui tire son origine en droit anglais au 19^e siècle, était la norme pour concevoir les relations entre les actionnaires à l'intérieur de la compagnie⁴¹⁹. Ce principe avait pour fondement que la destinée de la société devait être guidée par la volonté de la majorité des actionnaires. Ce passage d'un jugement de la Cour d'appel de l'Ontario nous démontre d'ailleurs avec éloquence la rigueur de cette règle :

He is a minority shareholder and must endure the unpleasantness incident to that situation. If he chooses to risk his money by subscribing for shares, it is part of his bargain that he will submit to the will of the majority. In the absence of fraud or transactions *ultra vires*, the majority must govern, and there should be no appeal to the Courts for redress⁴²⁰.

Bien que louable à la base, cette volonté d'introduire une « démocratie⁴²¹ » au sein de l'entreprise et de son actionnariat a plutôt servi de catalyseur avantageant les actionnaires majoritaires au détriment des autres détenteurs de titres, bâillonnés par cette règle. Ce faisant,

⁴¹⁸ Loin de nous ici l'intention de faire une analyse exhaustive de l'ensemble des mécanismes de protection des actionnaires en droit des sociétés. Un tel objectif pourrait, à lui seul, être un sujet pour l'ensemble d'un mémoire. Nous nous proposons plutôt de circonscrire les jalons entourant ce sujet dans l'optique de mieux cerner et comprendre la raison d'être du Règlement Q-27. Par ailleurs, notons que, généralement, les détenteurs d'unités de fiducies de revenus (*supra*, note 11) bénéficient d'une protection moindre que celle des actionnaires de compagnies. En effet, la fiducie de revenu étant régie par l'acte de fiducie plutôt qu'une loi corporative, certaines dispositions des lois corporatives favorisant les actionnaires minoritaires ne se retrouvent pas dans les actes de fiducie. Conscient que cette situation est problématique, la Coalition canadienne pour une bonne gouvernance (ci-après « CCBG ») s'affère présentement à la préparation de modèles d'acte de fiducie encadrant de façon plus large la protection des détenteurs d'unités de fiducies de revenus. À titre indicatif, notons que la CCBG a été fondée en 2002 par Stephen Jarislowsky, président du conseil de Jarislowsky Fraser et Claude Lamoureux, président et chef de la direction du Régime de retraite des enseignants de l'Ontario (ci après « RREO »).

⁴¹⁹ L'affaire *Foss c. Harbottle* (1843) 2 Hare 461 sert de point de départ à cette règle. Par après, dans *North-West Transportation Company, Limited c. Beatty*, (1887) 12 App. Cas. 589 (P.C.), le Conseil Privé de Londres vient renforcer ce principe en disant que l'action est un droit de propriété personnel et que son propriétaire peut exercer le droit de vote qui s'y rattache comme bon lui semble et ce, même si ses intérêts sont opposés à ceux de la compagnie. Ce principe est finalement confirmé au Canada par la Cour suprême dans l'affaire *Burrows c. Becker*, [1969] R.C.S. 162. Pour une explication historique de la règle de la majorité, nous vous référons notamment aux auteurs suivants : S.M. Beck, « Minority Shareholders' Rights in the 1980s » dans *L.S.U.C., Special lectures : Corporate law in the 80's*, Don Mills, DeBoo, 1982, 311, P. Anisman, « Majority-minority Relations in Canada Corporation Law : an Overview », (1986-87) 12 Can. Bus. L.J. 473, J.G. Macintosh, « Minority Shareholder Rights in Canada and England : 1860-1987 », (1989) 27 *Osgoode Hall L.J.* 561 et Martel, *supra* note 173 aux pp. 30-1 et ss.

⁴²⁰ *Re Jury Gold Mine Development Co.*, [1928] 4 D.L.R. 735 (Ont. C.A.) à la p. 736.

⁴²¹ La règle de la démocratie politique du « un vote pour un citoyen » devient dans un contexte corporatif la règle du « un vote par action ». Ainsi, la démocratie corporative s'articule autour d'une relation de proportionnalité entre l'apport en capital et le droit de vote de l'actionnaire.

dans une recherche d'équité, le droit des sociétés a introduit des mécanismes afin de favoriser une certaine protection des actionnaires minoritaires⁴²².

2.3.1. Le principe de l'égalité de traitement en droit des sociétés :

L'égalité de traitement des actionnaires est l'une des pierres d'assise du droit des sociétés canadien. S'il n'y a pas de disposition à l'effet contraire dans les statuts constitutifs de la compagnie, les actions d'une société doivent comporter les trois droits de base, c'est-à-dire le droit de vote, le droit au dividende et le droit au partage du reliquat en cas de liquidation de la compagnie⁴²³. Pour se dissocier de ce principe d'égalité, la société doit alors procéder à la création de catégorie d'actions qui peuvent posséder des droits différents les unes des autres⁴²⁴. Prise dans un contexte transactionnel, cette règle fait en sorte que les détenteurs d'une même catégorie d'actions doivent recevoir le même traitement lors de l'opération de changement de contrôle⁴²⁵. Toutefois, cette règle s'applique seulement pour les titres émis en vertu des statuts constitutifs. Ainsi, il est possible d'octroyer des avantages à certains actionnaires d'une catégorie de titres par l'entremise de conventions faites en marge de la transaction de prise de contrôle, sans que l'ensemble des actionnaires de cette catégorie puisse en bénéficier. Comme nous l'avons vu précédemment, l'article 145(2) LVM vient combler cette lacune du droit des sociétés en encadrant la légalité de ces conventions⁴²⁶.

⁴²² Au surplus des recours disponibles en droit corporatif dont nous allons discuter, les diverses lois corporatives offrent également d'autres droits aux actionnaires minoritaires que nous nous contentons d'énumérer par souci de concision. Ces droits comprennent notamment : l'élection et la destitution des administrateurs (106(3) LCSA, 88 LCQ et 119(4) OBCA), l'approbation de certains changements fondamentaux (173 LCSA, 123.102 LCQ et 168(1)(5) OBCA; voir également la section 1.2 du présent mémoire sur la fusion, l'arrangement statutaire, la restructuration de capital et la vente d'actifs), demander la convocation d'une assemblée (143 LCSA, 99 LCQ et 105 OBCA), faire des propositions aux assemblées (137 LCSA, 99(1)(11) OBCA), faire une demande d'enquête sur les affaires de la société (229 LCSA, 110 LCQ et 161 OBCA), demander la rectification des registres de la société (243 LCSA et 250 OBCA), etc. Pour une liste exhaustive des droits et recours ouverts aux actionnaires, voir le document « La protection des actionnaires soumis aux Lois du Québec - Où en sommes nous rendus? » de la firme Paquette Gadler s.e.n.c., spécialisée en droit des actionnaires : <http://www.paquettegadler.com/pdf/008.pdf> (page consultée le 21 juillet à 12h15).

⁴²³ 24(3) LCSA, 22(3) OBCA et 123.40 LCQ. Pour une application de cette règle, voir *R. c. McChurg*, [1990] 3 R.C.S. 1020.

⁴²⁴ Le principe de l'égalité s'applique aussi à l'intérieur des catégories d'actions.

⁴²⁵ Notons que le fait qu'une transaction soit structurée sous forme d'opération de fermeture de deuxième étape (*supra*, section 1.3.2) n'est pas un affront à ce principe en ce qu'il n'y a pas de discrimination à l'intérieur des catégories d'actions.

⁴²⁶ *Supra*, section 1.1.3.

2.3.2. L'action dérivée⁴²⁷ :

En vertu de l'article 239 LCSA⁴²⁸, un plaignant⁴²⁹ peut demander au tribunal l'autorisation d'intenter une action au nom et pour le compte d'une société ou de l'une de ses filiales ou d'intervenir dans une action à laquelle la société est partie afin de poursuivre cette action ou d'y mettre fin⁴³⁰. L'action dérivée est toutefois assujettie à certaines conditions préalables⁴³¹. Tout d'abord, le plaignant doit donner un avis de son intention de présenter la demande dans les 14 jours avant sa présentation aux administrateurs de la société⁴³². Ensuite, il doit agir de bonne foi⁴³³ tout en démontrant qu'il semble être dans l'intérêt de la société qu'une telle action soit prise. Dans le cadre de l'action oblique, la Cour bénéficie d'un pouvoir d'ordonnance très large comme en fait foi la lettre de l'article 240 LCSA⁴³⁴. Malheureusement, tout comme nous le verrons dans le cadre du recours en oppression⁴³⁵, l'action oblique ne sert pas en tant qu'« outil » pour prévenir les abus mais plutôt en tant que mécanisme permettant d'agir devant l'inaction ou les pratiques déloyales de la compagnie. Par ailleurs, ces mécanismes curatifs resteront souvent inutilisés en raison du fait que l'actionnaire minoritaire fait souvent preuve d'une « apathie rationnelle⁴³⁶ », c'est-à-dire qu'il est souvent peu enclin à déployer des énergies ou à dépenser de l'argent pour surveiller étroitement la gestion de la société, du fait

⁴²⁷ Le terme action oblique est également utilisé par les avocats civilistes. Pour une étude plus approfondie sur ce recours corporatif, voir Martel, *supra*, note 173, aux pp. 30-16 et ss et R. Crête & S. Rousseau, *supra*, note 316, aux pp. 717 et ss.

⁴²⁸ 246 OBCA. Un tel recours n'existe pas en vertu de la LCQ. De ce fait, il faut se rabattre sur l'article 33 du Code de procédure civile du Québec (ci-après « C.p.c. »), octroyant le droit de surveillance et de réforme de la Cour supérieure, pour tenter d'avoir un recours assimilable à celui de l'article 239 LCSA. Pour ce faire le demandeur doit démontrer, comme l'édictait la Cour dans l'affaire *Lagacé c. Lagacé*, [1966] C.S. 489, (i) sa qualité d'actionnaire, (ii) le contrôle absolu de la compagnie par les auteurs du préjudice et des irrégularités, (iii) le refus d'agir, exprès ou présumé de la part de la compagnie et (iv) l'élément frauduleux ou l'équivalent des actes reprochés. Malheureusement, comme nous le constatons, la portée d'un tel recours en droit québécois est beaucoup moins vaste. Finalement, notons que l'article 316 du Code civil du Québec (ci-après « C.c.Q. ») peut toutefois être interprété comme une tentative de codification partielle de l'action dérivée.

⁴²⁹ L'article 238 LCSA (245 OBCA) définit le notion de « plaignant » comme étant un actionnaire, un administrateur, un dirigeant ou un tiers autorisé. Par exemple, dans *First Edmonton Place Limited c. 315888 Alberta Ltd.*, (1988) 60 Alta. L.R. (2^e) 122 (Alta. Q.B.) la Cour décida qu'un locataire pouvait intenter une action dérivée contre les actionnaires et les administrateurs d'une société locataire. Dans ce jugement, la cour fait également une étude approfondie des circonstances faisant en sorte qu'un créancier puisse présenter une demande.

⁴³⁰ Ce recours permet donc la création d'un lien juridique fictif entre le plaignant et le tiers qui cause le dommage à la compagnie.

⁴³¹ 239(2) LCSA et 246(2) OBCA.

⁴³² Ou dans le délai que le tribunal estime indiqué. Le plaignant doit également mettre la compagnie en cause.

⁴³³ Notons que la bonne foi se présume en droit québécois en vertu de l'article 2805 C.c.Q.

⁴³⁴ 247 OBCA.

⁴³⁵ Notons toutefois que, contrairement à l'action oblique dont les bienfaits sont destinées essentiellement à la compagnie, le recours en oppression (*infra*, section 2.3.3), quant à lui, permet au plaignant de retirer des bénéfices directs.

⁴³⁶ Cette expression provient de R. C. Clark, « Vote Buying and Corporate Law », (1979) 29 Case W. Res L. Rev. 776 reprise dans V. Loungnarath Jr, « Le porteur d'actions subalternes et l'offre publique d'achat : à la recherche de l'équité et de l'efficacité », *supra*, note 390, à la p. 504.

que sa mise individuelle est généralement peu élevée et que le coût d'option d'un tel geste est, plus souvent qu'autrement, économiquement peu rentable⁴³⁷.

2.3.3. Recours pour oppression⁴³⁸ :

L'actionnaire⁴³⁹ bénéficie également du recours en oppression pour faire valoir ses droits. Ce mécanisme corporatif peut conférer à l'actionnaire minoritaire⁴⁴⁰ un pouvoir

⁴³⁷ Ainsi, l'activisme de l'actionariat peut venir combler cette tendance à la passivité de l'actionnaire. *Infra*, section 4.2. Finalement, notons que l'approche proposée dans l'affaire *Peoples*, *supra*, note 210, évoquant que toute partie prenante a désormais un droit d'action personnel pour faire sanctionner un manquement au devoir de prudence et de diligence (*supra*, section 4.1.1.2) pourrait, dans l'avenir, limiter encore plus l'utilisation de l'action dérivée.

⁴³⁸ Les termes recours en cas d'abus ou recours en cas d'iniquité sont aussi utilisés. De plus, à la différence de la LCSA (article 241) et de l'OBCA (article 248), la LCQ ne permet pas directement l'utilisation d'un tel mécanisme pour les sociétés sous son égide. Par contre, la jurisprudence semble de plus en plus disposée à introduire, par l'entremise de l'article 33 C.p.c., un tel recours en droit québécois. Voir à ce sujet l'affaire *Desautels c. Desautels*, (2005) J.Q. 10009 (C.S.) et R. Crête, « Les concepts flexibles et le contrôle des abus en droit québécois des sociétés par actions », dans Barreau du Québec, Service de la formation permanente, *Développements récents sur les abus en droit*, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 2005, p. 131. Pour plus d'information sur ce recours, nous référons le lecteur à Markus Koehnen, *Oppression and Related Remedies*, *supra*, note 131 et D.S. Morrith, S.L. Bjorkquist & A.D. Coleman, *The Oppression Remedy*, Aurora, Canada Law Book, 2004, deux ouvrages incontournables lorsqu'il est question de recours en oppression. Voir également S. Ben-Ishai & P. Puri, « The Canadian Oppression Remedy Judicially Considered: An Empirical Analysis », (2004) 30 Queen's L.J. 79, P. Martel, « Le « recours pour oppression » en vertu de la Loi canadienne sur les sociétés par actions », Service de la formation permanente, Barreau du Québec, *Développements récents en droit des affaires*, Cowansville, Yvon Blais, 2003, P. Martel, « Le recours sous l'article 241 de la Loi canadienne sur les sociétés par actions », Service de la formation permanente, Barreau du Québec, *Développements récents en droit des actionnaires*, Cowansville, Yvon Blais, 2000, p. 1, J.J. Chapman, « Corporate Oppression: Structuring Judicial Discretion », (1996) 18 Adv. Q. 170, Y. Lauzon, « Le recours pour oppression de la Loi régissant les sociétés par actions de régime fédéral », (1990) 24 R.J.T. 239, D.H Peterson, *Shareholders Remedies in Canada*, Toronto, Butterworths, 1989, Martel, *supra*, note 173, aux pp. 31-34 et ss et R. Crête & S. Rousseau, *supra*, note 316, aux pp. 737 et ss, particulièrement l'analyse économique du fondement du recours en oppression aux pp. 741 et ss. Par ailleurs, il est intéressant de constater que le recours en oppression n'est pas possible en droit corporatif américain.

⁴³⁹ Tout comme pour l'action oblique le recours en oppression réfère à la notion de « plaignant » (article 241(1) LCSA) de l'article 238 LCSA. Ainsi, ce mécanisme est ouvert, non pas seulement aux actionnaires, mais aussi à tous les autres intervenants à l'activité corporative ayant la qualité pour agir aux yeux de la cour (*supra*, note 429). Voir à ce sujet, J. A. Vanduzer, « Who may claim relief from oppression: the complainant in Canadian corporate law », (1993) 25 Ottawa L. Rev. 463. En outre, même si l'actionnaire a déjà remis ses titres en vertu de son droit de dissidence (*infra*, section 2.3.4), il peut tout de même exercer un recours en cas d'iniquité selon l'affaire *Brant Investments Ltd. c. KeepRite Inc.*, (1991) 1 B.L.R. (2^e) 225 (Ont. C.A.). Le Professeur Martel apporte toutefois certaines nuances à ce sujet dans Martel, *supra*, note 173, à la p. 31-40. Notons également que la décision *In Rio Algom*, [2004] O.J. N° 177 (Ont. C.A.) édicte que les détenteurs de débetures ne peuvent pas prendre un recours en oppression car les droits de ces derniers sont régis expressément par l'acte de fiducie afférent à l'émission de leurs titres. Finalement, bien que la décision *Peoples* (*supra*, note 210) de la Cour suprême édicte que les administrateurs d'une compagnie n'ont pas de devoirs fiduciaires envers les créanciers et qu'aucun recours en cas d'abus n'ait été intenté dans cette affaire, la Cour énonce toutefois que le recours en oppression est « l'arme » toute indiquée pour protéger les créanciers contre une conduite préjudiciable des administrateurs.

⁴⁴⁰ On pourrait être porté à croire que le recours en cas d'abus est l'apanage de l'actionnaire minoritaire. Toutefois, notons que, lors d'investissement de la part d'investisseurs institutionnels (ex : CDPQ), d'institutions financières (ex : Banque de développement du Canada) ou d'organismes paragouvernementaux (ex : la Société de développement industrielle du Québec) dans des sociétés de petite et moyenne capitalisation, ses joueurs s'assurent généralement une protection par l'entremise de clauses strictes dans les conventions afférentes aux financements. De ce fait, l'actionnaire majoritaire de la société financée peut trouver en ce recours un mécanisme utilise pour rétablir certaines

beaucoup plus incisif que celui attribué par l'action dérivée. Comme le démontre l'article 241(2) LCSA, ce recours confère au tribunal des pouvoirs quasi illimités afin de redresser les situations empreintes d'abus ou d'injustice⁴⁴¹ :

Le tribunal saisi d'une demande visée au paragraphe (1) peut, par ordonnance, redresser la situation provoquée par la société ou l'une des personnes morales de son groupe qui, à son avis, abuse des droits des détenteurs de valeurs mobilières, créanciers, administrateurs ou dirigeants, ou, se montre injuste à leur égard en leur portant préjudice ou en ne tenant pas compte de leurs intérêts :

- a) soit en raison de son comportement;
- b) soit par la façon dont elle conduit ses activités commerciales ou ses affaires internes;
- c) soit par la façon dont ses administrateurs exercent ou ont exercé leurs pouvoirs.

À la lecture de cet article, on remarque que ce recours est disponible, d'une part, dans le cas où la compagnie abuse des droits du plaignant⁴⁴² et, d'autre part, dans le cas, où, en l'absence de gestes prohibés, il y a atteinte aux intérêts du plaignant⁴⁴³. Ainsi, un geste tout à fait légal de la compagnie peut tout de même donner ouverture au recours en oppression, dans la mesure où il viole les attentes légitimes du plaignant⁴⁴⁴. Au surplus, la cour se doit, lors de l'analyse du préjudice subi par le plaignant, de respecter un équilibre entre la protection des intérêts du plaignant et la liberté de gestion des administrateurs de la société⁴⁴⁵. Certes, le fait de détourner des profits au bénéfice d'un actionnaire majoritaire⁴⁴⁶, le paiement d'honoraires de

situations abusives. Pour de plus amples informations sur le sujet, M. Rice, « The Availability of the Oppression Remedy to Majority Shareholders in Ontario », (1989) 16 Can. Bus. L.J. 58.

⁴⁴¹ La jurisprudence a d'ailleurs donnée, au fil des ans, une interprétation large à ce recours. Voir notamment *G. & E. Vending Ltd. c. 700748 Alberta Ltd.*, (2003) 30 B.L.R. (3^e) 216 (Alta. Q.B.), *Westfair Foods Ltd. c. Watt*, (1991) 79 D.L.R. (4^e) 48 (Alta. C.A.) et *First Edmonton Place Limited*, *supra*, note 429.

⁴⁴² Il est alors question, à proprement parler, d'oppression. Notons la position des professeurs Crête et Rousseau qui considèrent que le terme « abus de droit » est utilisé de manière impropre. Voir R. Crête & S. Rousseau, *supra*, note 316, aux pp. 752-753.

⁴⁴³ Le recours en oppression protège les attentes raisonnables des actionnaires. Voir *820099 Ontario Inc. c. Harold Ballard Ltd.*, (1991) 3 B.L.R. (2^e) 113 (Ont. Gen. Div.). Pour une discussion sur ce que constitue une « expectative raisonnable », voir *Waxman c. Waxman*, (2002) 25 B.L.R. (3^e) 1 (Ont. S.C.J.). Dans le contexte d'une société par actions publiques, ces « expectatives raisonnables » prennent notamment leurs sources dans les documents d'informations continues comme l'énonce la Cour dans *Thermadel Foundation c. Third Canadian Trust Limited*, (1998) 38 O.R. (3^e) 749 (Ont. C.A.) mais peuvent également provenir de toutes les discussions entre les parties selon la décision *Catasurina Ltd. Partnership c. Rio Algom Ltd.*, [2002] O.J. N° 3229 (Ont. S.C.J.) au para 110.

⁴⁴⁴ Ce n'est pas la légalité qui est déterminante, mais plutôt son effet injuste. Voir *Baril c. Industries Flexart Ltée.*, [2003] R.J.Q. 665 (C.A.).

⁴⁴⁵ Au surplus, la notion d'équité étant un concept flou et mouvant, il faut noter qu'il est parfois hasardeux de prévoir l'issue des litiges. Pour une discussion sur la notion d'équité, voir R. Crête & S. Rousseau, *supra*, note 316, aux pp. 755 et ss. Pour un exemple où la Cour analyse le recours en oppression dans le contexte de la règle de l'appréciation commerciale (*infra*, section 4.1.1.2), voir *UPM-Kymmene Corp.* (*supra*, note 166).

⁴⁴⁶ *Burdeny c. K. D. Gourmet Baked Foods & Investments Inc.*, [1999] B.C.J. N° 953 (S.C.) et *Mananquil c. Philippine Chronicle Newspaper Ltd.*, (2001) 17 B.L.R. (3^e) 79 (B.C. S.C.).

gestion injustifiés⁴⁴⁷ ou un prêt majeur à un actionnaire dominant⁴⁴⁸ constituent des situations clairement oppressives. À l'inverse, une mauvaise gestion⁴⁴⁹, des irrégularités guidées par des insinuations malveillantes⁴⁵⁰ ou le congédiement d'un employé également actionnaire⁴⁵¹ ne donnent pas nécessairement ouverture au recours de l'article 241 LCSA. Notons aussi qu'un acte, bien qu'illégal, mais ne causant pas de dommage au plaignant, ne permet pas l'instauration d'un tel recours⁴⁵². Par ailleurs, le Juge Rosenberg de la Cour d'appel de l'Ontario, dans la décision *Ford*⁴⁵³, énonce que le recours en cas d'abus est fondamentalement un mécanisme de rééquilibrage économique et ne tient pas nécessairement compte de la notion de faute. De plus, malgré qu'une école de pensée considère que la mauvaise foi des administrateurs et des dirigeants soit requise pour qu'il y ait oppression⁴⁵⁴, la tangente actuelle est à l'effet qu'un tel élément ne soit pas requis⁴⁵⁵. Lorsque le tribunal est satisfait que le plaignant a établi l'existence des motifs d'intervention selon l'article 242(2) LCSA, il lui est alors loisible de prendre une myriade d'ordonnances pour rétablir la situation. Ses pouvoirs lui permettent, par exemple, d'empêcher le comportement contesté⁴⁵⁶, de changer la composition du conseil d'administration de la société⁴⁵⁷ ou de modifier une clause d'une opération ou d'un contrat auxquels la compagnie est partie⁴⁵⁸. Encore une fois, malgré l'utilité évidente de ce

⁴⁴⁷ *Baril, supra*, note 440, *Joffre c. A.V.I. Financial Corporation (1985) Inc.*, J.E. 2003-873 (C.S.), *Todd c. Micro-Switch Corporation*, [2001] O.J. N° 1913 (S.C.).

⁴⁴⁸ *Alexander c. Bar SP Ranches Ltd.*, (1999) 190 Sask. R. 1 (Sask. Q.B.) et *Matthews c. Muroff*, [1998] O.J. N° 2165 (Ont. Gen. Div.).

⁴⁴⁹ *Such c. RW-LB Holdings Ltd.*, (1994) 11 B.L.R. (2^e) 122 (Alta. Q.B.). Notons que dans ce cas la Cour a jugé que la situation était oppressive car la mauvaise administration de la société était équivalente à un abus de pouvoir causant un tort significatif à la société et au plaignant.

⁴⁵⁰ *Buset Estate c. Buset Apartments Ltd.*, (2003) 37 B.L.R. (3^e) 230 (S.C.).

⁴⁵¹ *Mohan c. Philmar Lumber (Markham) Ltd.*, (1991) 39 C.C.E.L. 211 (Ont. C.J.).

⁴⁵² *Carlson c. Trans-Pac Industries Corp.*, (1991) 2 B.L.R. (2^e) 70 (B.C. C.A.). Le recours est alors celui de l'article 247 LCSA (253 OBCA). Au Québec, l'ordonnance se fait plutôt par l'entremise de l'article 844 C.p.c. (*mandamus* ou injonction mandatoire).

⁴⁵³ *Ford Motor Co. of Canada, Ltd. c. Ontario Municipal Employees Retirement Board et al.*, [2006] O.J. N° 27 (Ont. C.A.). Cette décision se veut également un excellent résumé sur l'ensemble du droit sur le recours en oppression.

⁴⁵⁴ Y. Lauzon, « Le recours pour oppression de la Loi régissant les sociétés par actions de régime fédéral », (1990) 24 R.J.T. 239. L'auteur apporte toutefois la nuance que la mauvaise foi n'est pas requise dans le cas d'atteinte ou de non-respect des intérêts du plaignant.

⁴⁵⁵ J.G. Macintosh, « Bad Fait and the Oppression Remedy : Uncasy Marriage, or Amicable Divorce? », (1990) 69 R. du B. can. 276. Voir également *Sidaplex-Plastic Suppliers Inc. c. Elta Group*, (1998) 40 O.R. (3^e) 563 (Ont. C.A.), *Brant Investments Ltd.*, *supra*, note 439 et *Journet c. Superchef Food Industries Ltd.*, (1984) C.S. 916.

⁴⁵⁶ 241(3)a LCSA et 248(3)a OBCA.

⁴⁵⁷ 241(3)e LCSA et 248(3)e OBCA. Pour des décisions récentes discutant de cette sanction, voir *Catalyst Fund General Partner I Inc. et al. c. Peter White and Hollinger Inc.*, [2006] O.J. N° 944 (Ont. C.A.) et *Re Stelco*, (2005) 75 O.R. (3^e) 5 (Ont. C.A.).

⁴⁵⁸ 241(3)h LCSA et 248(3)h OBCA. Bien que la liste d'ordonnances possibles de l'article 241(3) soit volumineuse, elle n'est tout de même pas exhaustive et une cour peut alors librement décider de résoudre la problématique à l'aide de toutes ordonnances provisoires ou définitives qu'elle juge appropriées. Notons toutefois que si le tribunal ordonne un quelconque remboursement à un actionnaire, certains tests financiers sont requis (241(6) LCSA et 248(6) OBCA). Notons aussi en terminant que toutes les ordonnances définitives peuvent être appelées *de plano*. Quant aux autres

recours⁴⁵⁹, certains plaignants, par crainte de devoir déboursier des sommes considérables sans avoir l'assurance d'un résultat concluant ou par peur de s'aventurer dans les « méandres » du système judiciaire décideront de ne pas entamer de poursuites judiciaires. Partant, la vision préventive plutôt que curative du droit des valeurs mobilières prend encore tout son sens.

2.3.4. Droit de dissidence⁴⁶⁰ :

La LCSA⁴⁶¹ octroie également aux actionnaires minoritaires un droit de dissidence lorsque la société décide d'initier certaines modifications structurelles importantes⁴⁶². Ce droit consiste essentiellement à forcer l'entreprise à racheter, à leur « juste valeur »⁴⁶³, les actions des porteurs qui sont opposés à ces modifications fondamentales mais qu'ils ne peuvent, de par leur

ordonnances, elles le seront sur permission (249 LCSA et 255 OBCA). Le recours en oppression se basant sur la notion d'équité, une grande discrétion est laissée au juge. Ainsi, les tribunaux d'appel font généralement preuve de déférence avant d'infirmier les décisions des tribunaux inférieurs.

⁴⁵⁹ Le contentieux autour de l'article 241 LCSA est constitué toutefois essentiellement de recours institués à la suite de conflits survenant à l'intérieur de société fermée. Selon l'étude de S. Ben-Ishai & P. Puri, « The Canadian Oppression Remedy Judicially Considered: An Empirical Analysis » (*supra*, note 438), seulement 8 % des recours en oppression impliqueraient des sociétés par actions publiques.

⁴⁶⁰ Un autre recours possible, certainement un des plus draconiens, dont nous ne discuterons pas en l'espèce, est la demande de dissolution et de liquidation de la compagnie. Pour plus d'informations sur cette mesure, voir Martel, *supra*, note 173, aux pp. 34-1 et ss et R. Crête & S. Rousseau, *supra*, note 316, aux pp. 807 et ss.

⁴⁶¹ 190(1) LCSA et 185(1) OBCA. La LCQ n'offre pas une telle protection. Par ailleurs, notons que l'article 185(31) OBCA prévoit la possibilité pour la société d'obtenir un jugement déclaratoire à l'effet que la mesure visée ne donne pas ouverture au droit de dissidence. Pour un jugement récent discutant du droit de dissidence, voir *Ford Motor Co.*, *supra*, note 453. Dans cette affaire, le recours des actionnaires a été bénéfique car ils ont réussi à faire augmenter l'évaluation de 185 \$ à 207 \$. Finalement, notons que, contrairement au droit de plusieurs États américains, la LCSA et l'OBCA ne contiennent pas une exception au droit de dissidence nommée couramment « market exception » qui établit essentiellement que le droit de dissidence n'est pas permis pour les actionnaires de sociétés par actions publiques lors de transactions où ceux-ci reçoivent des titres en contrepartie de la remise de leurs actions de la société cible. Cette exception se base sur la prémisse que les actionnaires mécontents peuvent vendre leurs titres sur le marché à leur juste valeur.

⁴⁶² Ces modifications sont, selon le cas : (i) de modifier les statuts conformément aux articles 173 ou 174, afin d'y ajouter, de modifier ou de supprimer certaines dispositions limitant l'émission, le transfert ou le droit de propriété d'actions de cette catégorie (190(1)a) LCSA); (ii) de modifier ses statuts, conformément à l'article 173, afin d'ajouter, de modifier ou de supprimer toutes restrictions à ses activités commerciales (190(1)b) LCSA); (iii) de fusionner, autrement qu'en vertu de l'article 184 (fusion verticale; 190(1)c) LCSA); (iv) d'obtenir une prorogation conformément à l'article 188 (190(1)d) LCSA); (v) de vendre, louer ou échanger la totalité ou la quasi-totalité de ses biens en vertu du paragraphe 189(3) (*supra*, section 1.2.4); 190(1)e) LCSA); (vi) d'effectuer une opération de fermeture ou d'éviction (*supra*, section 1.3); 190(1)f) LCSA). En outre, les détenteurs d'actions d'une catégorie ou d'une série, habile à voter en vertu de l'article 176, peuvent faire valoir leur dissidence si la société décide d'apporter à ses statuts une modification visée à cet article (190(2) LCSA et 185(2) OBCA).

⁴⁶³ 190(3) LCSA et 185(3) OBCA. Pour une discussion sur la notion de « juste valeur », voir notamment V. Krishna, « Determining the « Fair Value » of Corporate Shares », (1987-1988) Can. Bus. L.J. 132 et N. Finkelstein, « Expropriation of Minority Interests and the Appraisal Remedy », (1985) 27 B.L.R. 234. Notons aussi que, comme l'indique la Cour dans l'affaire *Brant Investments Ltd. c. KeepRite Inc.*, (1987) 60 O.R. (2e) 737 (Ont. H.C.), à la p. 774, le terme « juste valeur » n'est pas nécessairement synonyme de « juste valeur marchande ». Par ailleurs, l'intégrité de la transaction ou les critiques soulevées sur l'opération ne doivent pas teinter l'évaluation des titres comme l'avance la Cour dans *Smeenk c. Dexeigh Corp.*, (1990) 74 O.R. (2e) 385 tout comme les événements prenant place après l'évaluation comme l'édicte les affaires *Westfair Foods Ltd. c. Watt*, (1993) 7 B.L.R. (2e) 86 (Alta. C.A.) et *Re New Quebec Raglan Mines Ltd.*, (1992) 4 B.L.R. (2e) 71 (Ont. H.C.).

position minoritaire au sein de la société, empêcher. Mais, quel est le processus à suivre pour que le processus du droit de dissidence soit enclenché? Tout d'abord, l'actionnaire doit envoyer une opposition écrite à la résolution qui sera proposée lors de l'assemblée⁴⁶⁴. L'actionnaire doit ensuite être avisé, par écrit, dans les 10 jours de l'adoption de la résolution entérinant la modification structurelle de l'entreprise⁴⁶⁵. Dans les 20 jours de la réception de cet avis, l'actionnaire doit informer la société de sa dissidence⁴⁶⁶. Dans les 30 jours suivants, l'actionnaire est tenu de retourner les certificats afférents aux titres qu'il compte se faire rembourser⁴⁶⁷. La société, quant à elle, doit, dans les 7 jours de l'avis de dissidence, envoyer à l'actionnaire une offre écrite de lui rembourser ses actions à leur juste valeur⁴⁶⁸. Maintenant que nous avons brossé un sommaire de l'ensemble des droits et recours en droit des sociétés, nous constaterons dans la prochaine partie du mémoire que le droit des valeurs mobilières, et son Règlement Q-27, proposent un encadrement plus hermétique pour certaines transactions tout en offrant une approche préventive qui favorise l'atteinte d'une « sécurité transactionnelle » et qui s'inscrit aisément, de par sa flexibilité, dans un continuum ayant pour objectif ultime une efficience accrue du marché des capitaux canadiens⁴⁶⁹.

⁴⁶⁴ 190(5) LCSA et 185(5) OBCA. La compagnie est préalablement tenue d'aviser l'actionnaire de son droit de dissidence.

⁴⁶⁵ 190(6) LCSA et 185(6) OBCA.

⁴⁶⁶ L'actionnaire doit faire parvenir à la société un avis contenant son nom, son adresse, le nombre et la catégorie des actions sujets à son droit de dissidence et une demande de versement de la juste valeur de ses actions (190(7) LCSA et 185(7) OBCA).

⁴⁶⁷ 190(8) LCSA et 185(8) OBCA. Dans la négative, il perd alors tout droit à sa réclamation de dissident envers la compagnie (190(9) LCSA et 185(9) OBCA).

⁴⁶⁸ 190(12) LCSA et 185(12) OBCA. L'actionnaire a alors 30 jours pour accepter l'offre et la société doit le payer dans les 10 jours de son acceptation (190(14) LCSA et 185(14) OBCA). Si l'actionnaire n'accepte pas ou que la société ne fait pas d'offre, la juste valeur des titres sera fixée par le tribunal (190(15)(16)(19)(21)(23) LCSA et 185(15)(16)(19)(21)(23) OBCA). Notons toutefois que si la société ne rencontre pas les tests de l'article 190(26) LCSA (185(26) OBCA), elle n'est pas tenue de faire le paiement. Voir également les articles 190(24)(25) LCSA et 185(24)(25) OBCA.

⁴⁶⁹ *A fortiori*, une telle législation prend encore plus d'importance en droit corporatif québécois en raison du nombre restreint de droits et recours pour la protection des actionnaires dans la LCQ. Cette « carence » prend son origine au début des années 1980 lorsque le Législateur québécois s'est arrêté à mi-chemin dans sa volonté de vouloir moderniser la LCQ. À la différence de la LCSA et de la majorité des autres lois corporatives provinciales, la LCQ laisse, comme nous l'avons observé, un vide majeur à ce sujet. Bien que les actionnaires de compagnies québécoises puissent obtenir du support dans quelques dispositions du C.c.Q. et du C.p.c. (ex : l'article 316 C.c.Q.), leur protection reste tout de même incomplète. Finalement, notons aussi que le fait que les actionnaires majoritaires n'est pas de devoirs fiduciaires envers les actionnaires minoritaires en droit canadien est un autre argument justifiant la pertinence du Règlement Q-27 (*infra*, note 650).

3. LE TRAITEMENT DES PORTEURS MINORITAIRES : LES OBLIGATIONS CRÉÉES PAR LE RÈGLEMENT Q-27⁴⁷⁰

3.1. Les offres publiques d'achat et les offres publiques d'échange par un initié⁴⁷¹ :

3.1.1. Qu'est-ce qu'un initié selon le Règlement Q-27?

L'OPA faite par un initié est le premier type d'opération touchée par le Règlement Q-27. Essentiellement, cet initié enclenche généralement un processus transactionnel avec comme objectif de privatiser la société cible⁴⁷². Pour que les exigences particulières du Règlement Q-27

⁴⁷⁰ Cette partie du mémoire est à jour en date du 8 août 2006. Bien que nous fassions, à l'occasion, allusion au Règlement 61-501 et particulièrement à ses modifications les plus importantes ayant eu cours en juin 2004 et qui seront éventuellement introduites en droit québécois (*supra*, notes 415 à 417), la présente partie du mémoire se veut plutôt une analyse technique des composantes juridiques actuelles du Règlement Q-27. À cet effet, nous ne tenons pas compte dans le présent mémoire du *Projet de Règlement 61-101 sur les mesures de protection des porteurs minoritaires lors d'opérations particulières*, 3 B.A.M.F. No 34 (25 août 2006, ci-après « Règlement 61-101 »). Le Règlement 61-101 propose d'harmoniser en un texte unique les Règlements Q-27 et 61-501 en apportant des modifications mineures aux dispositions actuelles du Règlement 61-501. Plusieurs des modifications proposées sont d'ailleurs corrélatives au Règlement 62-104 (*supra*, note 5) et ne touche pas le fond de la Règle 61-501. Encore ici, sans que ce mémoire ait la prétention de se vouloir une analyse comparative avec le droit américain, nous voulons seulement faire part aux lecteurs qu'une telle réglementation n'existe pas aux États-Unis. Le droit des valeurs mobilières américain aborde plutôt les situations donnant potentiellement ouverture à des conflits d'intérêt en se basant sur un test de « entire fairness » (qu'on peut traduire comme étant le test de la « juste valeur » et de la « juste transaction »), c'est-à-dire que la partie dans la position « d'autorité » a le fardeau de démontrer que l'ensemble de la transaction est juste et équitable pour les autres parties. Partant, ce test strict impose de démontrer que le processus suivi et la substance de la décision sont équitables. Voir à ce sujet les décisions *Emerald Partners c. Berlin*, 726 A. 2d 125 (Del. 1999), *Williams c. Geier*, 671 A. 2d 1368 (Del. 1996), *Cinerama Inc. c. Technicolor Inc.*, 663 A. 2d 1156 (Del. 1995) *Weinberger c. UOP Inc.*, 457 A. 2d 701 (Del. 1983). Pour un exemple récent appliquant ce test jurisprudentiel, voir *In Re Emerging Communications, Inc. Shareholders Litigation*, WL 1305745 (Del. Ch. 2004). Dans cette affaire, la Cour rappelle notamment que si l'opération est approuvée par un comité indépendant formé de membres indépendants ou bien approuvée par une majorité des actionnaires minoritaires bien informés, il y a alors un renversement du fardeau de preuve faisant en sorte que les actionnaires, pouvant potentiellement être lésés, doivent démontrer que la transaction n'est pas juste et équitable. De plus, notons que l'affaire *In Re Cox Communications, Inc. Shareholders Litigation*, 879 A.2d 604 (Del. Ch. 2005) édicte certaines nuances lors de l'application du test de « entire fairness » en fonction du type d'opération de fermeture (opération de fermeture suite à une OPA faite par un initié ou une opération de fermeture de deuxième étape). Pour des articles forts intéressants expliquant la vision américaine sur le sujet, voir notamment M.J. McGuinness & T. Rehbock, « Going-Private Transactions : A Practitioner's Guide », (2005) 30(2) Del. J. Corp. L. 437 et B.R. Aronstam, R. F. Balotti & T. Rehbock, « Revisiting Delaware's Going-Private Dilemma Post-Pure Resources », (2003-2004) 59 Bus. Law. 1459. Finalement, notons que, suite aux modifications de juin 2004 du Règlement 61-501, les entreprises structurées sous forme de fiducie de revenu sont maintenant expressement touchées par cette législation. Voir la définition « income trust » (« fiducie de revenu ») à l'article 1.1 du Règlement 61-501.

⁴⁷¹ La présente partie du mémoire sera divisée en 4 sections illustrant les 4 types d'opérations régies par le Règlement Q-27. Pour une discussion sur le processus de l'OPA, *supra*, section 1.1. Afin de respecter les modifications faites en Ontario au Règlement 61-501, notons qu'aucune allusion aux OPA et OPR faites en bourse ne sera faite car ce type d'opération sera éventuellement retirées du Règlement Q-27.

⁴⁷² *Supra*, section 1.3.1. On peut prendre ici comme exemples, l'acquisition faite en novembre 2000 par la Confédération des Caisses Desjardins (actionnaire à 81 % de la cible) de la Société Financière Desjardins-

s'appliquent, il faut toutefois que l'OPA ne soit pas dispensée⁴⁷³ et que l'initiateur soit un initié⁴⁷⁴. Le Règlement Q-27 définit⁴⁷⁵ « l'initié » comme étant :

- a) tout dirigeant⁴⁷⁶ de l'émetteur;
- b) tout dirigeant d'une société qui est elle-même un initié à l'égard de l'émetteur ou une filiale de l'émetteur;
- c) une personne exerçant une emprise de 10 % au moins d'une catégorie d'actions comportant droit de vote ou de titres de participation, à l'exception des titres qu'elle a pris ferme et qui sont en voie de placement⁴⁷⁷.

Ainsi, une OPA est lancée par un initié si l'initiateur est (i) un émetteur⁴⁷⁸ initié⁴⁷⁹ à l'égard de la société visée, (ii) une personne avec qui l'initié a des liens⁴⁸⁰ ou une entité faisant partie du même groupe⁴⁸¹ que l'initié ou, finalement, (iii) une personne avec qui la société visée a des liens ou une entité faisant partie du même groupe que la société visée⁴⁸². Maintenant que

Laurentienne Inc. ou l'achat de Produits Forestiers Arbec Inc. par la société de portefeuille de Lino Saputo, Jolina Capital Inc. (actionnaire à 36,3 % de la cible), en avril 2006. Voir également les cas énumérés à la note 341.

⁴⁷³ *Supra*, section 1.1.4.1.

⁴⁷⁴ Article 2.1(1) du Règlement Q-27. Notons qu'aux fins du Règlement Q-27, il ne faut pas considérer la participation des personnes qui agissent de concert avec l'auteur de l'offre afin de déterminer si une OPA est enclenchée (111(3) LVMQ et 2.1(2) du Règlement Q-27). Par ailleurs, lorsque la *Norme canadienne 71-101, Régime d'information multinational* s'applique (*supra*, note 103) et que moins de 20 % des titres visés par l'offre sont détenus par des porteurs canadiens, le Règlement Q-27 ne trouve pas application (2.1(3) du Règlement Q-27).

⁴⁷⁵ Suite aux modifications de juin 2004 du Règlement 61-501, la définition « d'offre par un initié » s'étend maintenant aux situations où un initiateur était (ou agit de concert avec une personne qui était) un initié à quelque moment que ce soit au cours des douze mois précédant le début d'une offre publique d'achat. Cette disposition est conçue pour prévenir les stratégies d'évitement, comme la démission du conseil cible peu avant le lancement d'une offre. Notons aussi que l'ensemble des termes définis du Règlement Q-27 se retrouve à l'article 1.1.1.

⁴⁷⁶ Un dirigeant selon la LVMQ est : toute personne exerçant les fonctions d'administrateur, de président, de vice-président, de secrétaire, de trésorier, de contrôleur ou de directeur général ou des fonctions analogues (article 5 LVMQ et 2.1 de l'Instruction complémentaire Q-27).

⁴⁷⁷ Ainsi, le courtier qui, suite à une convention de prise ferme (« bought deal ») détient plus de 10 % des titres avec droit de vote de l'émetteur n'est pas considéré comme un initié au sens du Règlement Q-27. Cette nuance est logique compte tenu que l'objectif de cette acquisition n'est pas la détention des titres mais plutôt la vente sur le marché.

⁴⁷⁸ Le Règlement Q-27 utilise le terme « émetteur » plutôt que celui d'« émetteur assujéti » pour englober également la société qui se propose d'émettre des titres (article 5 LVMQ).

⁴⁷⁹ C'est-à-dire que l'émetteur initiateur détient plus de 10 % des titres d'une catégorie de la compagnie cible.

⁴⁸⁰ La LVMQ définit la notion de « lien » comme étant la relation entre une personne et (i) la société dont elle possède des titres lui assurant plus de 10 % d'une catégories d'actions comportant le droit de vote ou le droit de participer, sans limite, au bénéfice et au partage en cas de liquidation, (ii) son associé, (iii) la fiducie ou la succession dans laquelle elle a un droit appréciable de la nature de ceux du propriétaire ou à l'égard de laquelle elle remplit des fonctions de fiduciaire, de liquidateur de succession ou des fonctions analogues et (iv) son conjoint, ses enfants, ainsi que ses parents et ceux de son conjoint, s'ils partagent sa résidence (article 5 LVMQ).

⁴⁸¹ Article 1.5 du Règlement Q-27.

⁴⁸² Notons aussi qu'un initiateur qui est un allié, au sens de l'article 111(2) LVMQ (1.2(a) du Règlement Q-27 et 2.3 de l'Instruction complémentaire Q-27), d'une des personnes visées en (i), (ii) et (iii) sera considéré comme étant un initié faisant une OPA. Voir la définition « offre publique d'achat ou d'échange par un initié » du Règlement Q-27.

nous avons discuté des cas d'ouverture d'un OPA par un initié, abordons les obligations requises par le Règlement Q-27 pour ce type d'opération.

3.1.2. Les obligations requises :

En vertu du Règlement Q-27, l'initiateur d'une OPA qui est un initié est tenu de respecter deux obligations additionnelles qui s'ajoutent à celles déjà requises par la LVMQ⁴⁸³. D'une part, il doit fournir une divulgation accrue d'information dans les documents afférents à l'offre⁴⁸⁴. Cette obligation s'applique autant pour l'initiateur de l'offre que pour le conseil d'administration de la société cible. Ainsi, l'initiateur doit fournir dans les documents d'information relatifs à son offre des informations supplémentaires concernant le contexte de l'offre et fournir toutes les évaluations antérieures⁴⁸⁵ au sujet de la société cible qui ont été établies au cours des 24 mois précédant la date de l'OPA par l'initié et dont l'initiateur ou un de ses dirigeants a connaissance⁴⁸⁶. S'il n'existe pas d'évaluation antérieure⁴⁸⁷, une mention à cet effet doit être faite⁴⁸⁸. De son côté, le conseil

⁴⁸³ *Supra*, section 1.1.

⁴⁸⁴ Article 2.2 Règlement Q-27. Cet apport additionnel d'information est nécessaire car, comme nous l'avons établi précédemment, le marché canadien n'est pas « strong-form efficient », *supra*, note 373.

⁴⁸⁵ Les informations sur les évaluations antérieures doivent (i) donner suffisamment de détails pour permettre aux porteurs de titres de comprendre l'évaluation antérieure et sa pertinence par rapport à l'opération en cause, (ii) indiquer l'adresse de l'endroit où il est possible de consulter un exemplaire de l'évaluation et (iii) mentionner qu'un exemplaire de l'évaluation sera envoyé, sur demande et sans frais, à tout porteur (6.8(1) du Règlement Q-27). Il n'est toutefois pas nécessaire de fournir l'information au sujet de l'évaluation antérieure lorsque les conditions suivantes sont réunies : (i) la personne tenue de fournir l'information au sujet de l'évaluation antérieures n'est pas au courant du contenu de cette évaluation et (ii) ne peut raisonnablement avoir accès à l'évaluation antérieure, abstraction faite de toute obligation de confidentialité. En outre, le document doit renfermer des déclarations au sujet de l'évaluation antérieure qui vont dans le même sens que les éléments (i) et (ii) (6.8(3) du Règlement Q-27). Voir également l'article 6.9 du Règlement Q-27. Finalement, se référer à l'article 6.5 du Règlement Q-27 pour déterminer comment le résumé des évaluations antérieures doit être fait.

⁴⁸⁶ Ces informations s'ajoutent à celles devant déjà être fournies en vertu de l'annexe XIV du RVMQ (2.2(1)(2) du Règlement Q-27). Voir, en outre, l'article 4.1 de l'Instruction complémentaire Q-27.

⁴⁸⁷ Notons qu'en vertu de la définition d'« évaluation antérieure » de l'article 1.1 du Règlement Q-27, n'est pas considéré comme une évaluation antérieure : (i) un rapport relatif à une évaluation établie à l'intention de l'émetteur par une autre personne lorsque le rapport n'a pas été sollicité par l'émetteur et que la personne qui a rédigé le rapport ne possédait pas d'information importante encore inconnue du public au sujet de l'émetteur, de ses titres ou de l'un de ses actifs importants; (ii) dans le cas d'une opération impliquant un émetteur, une évaluation interne qui a été établie pour l'émetteur dans le cours normal des affaires sans la participation du conseil d'administration de l'émetteur ou de tout dirigeant d'une personne intéressée, sauf un dirigeant de l'émetteur dans le cas d'une offre publique de rachat, et qui n'a pas été mise à leur disposition; (iii) une analyse de marché ou autre analyse financière qui remplit les deux conditions suivantes : (a) elle a été rédigée par une personne autre que l'émetteur, une personne intéressée, une personne avec qui l'émetteur a des liens ou une entité faisant partie du même groupe que l'émetteur ou qu'une personne intéressée, ou à l'intention et aux frais de l'une de ces personnes et (b) elle est soit généralement accessible aux clients de l'analyste, de son employeur ou d'une entité avec qui l'employeur a des liens ou qui fait partie du même groupe que l'employeur, soit non fondée, pour autant que sache la personne tenue de faire état d'une évaluation antérieure, sur une information importante encore inconnue du public au sujet de l'émetteur, de ses titres ou de l'un de ses actifs importants; (iv) une évaluation établie par une personne, ou pour son compte, en vue de l'aider à fixer le prix proposé dans une opération au terme de laquelle elle est devenue un initié à l'égard de l'émetteur, si l'évaluation n'a été mise à la disposition d'aucun des administrateurs indépendants de l'émetteur et (v) une évaluation établie par une personne intéressée, ou pour son compte, en vue de l'aider à fixer le prix proposé dans

d'administration de la compagnie ciblée est tenu de respecter 4 obligations supplémentaires⁴⁸⁹. Dans un premier temps, il doit donner de l'information dans la circulaire du conseil d'administration sur toutes les évaluations faites dans les 24 derniers mois qui n'ont pas été traitées dans la note d'information préparée par l'initiateur et dont la société visée ou l'un de ses dirigeants a connaissance. Ensuite, la circulaire du conseil d'administration doit, le cas échéant, compléter la description du contexte de l'OPA. En outre, le conseil d'administration de la compagnie cible doit également donner de l'information sur toutes offres antérieures faites de bonne foi qu'elle a reçue dans les 24 mois précédant l'offre de l'initié. Finalement, le conseil d'administration de la société visée est tenu d'exposer le processus d'examen et d'approbation qu'il a suivi⁴⁹⁰ ce qui doit inclure toute opinion contraire sur un point important ou toute abstention d'un administrateur et, tout désaccord important entre le conseil d'administration et le comité indépendant⁴⁹¹. D'autre part, l'initiateur doit obtenir, à ses frais, une évaluation⁴⁹² faite par un évaluateur indépendant et qualifié

une opération qui, si elle était réalisée, constituerait une offre publique d'achat ou d'échange par un initié, une opération de fermeture ou une opération avec une personne liée, si l'évaluation n'a été mise à la disposition d'aucun des administrateurs indépendants de l'émetteur.

⁴⁸⁸ Article 6.8(2) du Règlement Q-27.

⁴⁸⁹ Article 2.2(3) du Règlement Q-27. Notons que le conseil d'administration doit prendre position sur l'offre et ne peut, comme il est permis dans le contexte d'une OPA usuelle, se contenter de mentionner qu'il n'a pas de position raisonnable quant à l'opération.

⁴⁹⁰ Il en est de même pour le comité indépendant le cas échéant. En effet, bien que le Règlement Q-27 impose qu'un comité indépendant de la société visée choisisse et supervise la poursuite de l'évaluation comme nous le verrons, il n'édicte pas qu'un comité indépendant soit formé afin d'évaluer le processus global de l'offre. Toutefois, il serait sage qu'un tel comité soit créé, ne serait-ce que pour faciliter une éventuelle défense basée sur la RAC (*infra*, section 4.1.1.2).

⁴⁹¹ Voir l'article 7.1 de l'Instruction complémentaire Q-27 pour une explication sur le rôle des administrateurs. On y recommande notamment la formation d'un comité spécial, composé uniquement d'administrateurs indépendants par rapport à la personne intéressée, pour éviter que celle-ci ne tire un profit inéquitable d'un conflit d'intérêts ou d'un avantage, notamment sur le plan de l'information, à l'égard de l'opération projetée.

⁴⁹² Article 2.3(1) du Règlement Q-27. Il s'agit d'une évaluation des titres de la société visée et, le cas échéant, de toute contrepartie autre qu'en espèce offerte dans le cadre de l'opération (6.3(1) du Règlement Q-27). Notons toutefois, que l'évaluation de la contrepartie autre qu'en espèce n'est pas requise (i) s'il s'agit de titres offerts pour lesquels un marché liquide existe (articles 1.3 du Règlement Q-27 et 2.5 de l'Instruction complémentaire Q-27); (ii) si les titres offerts représentent moins de 10 % de l'ensemble des titres qui sont en circulation immédiatement avant le placement des titres offerts en contrepartie. Suite aux modifications de juin 2004 du Règlement 61-501, ce pourcentage est maintenant de 25 % dans le cas d'une OPA faite par un initié. Voir par exemple le dossier *Rogers Communications Inc.*, (2004) 1 B.A.M.F. № 43; (iii) l'évaluateur est d'opinion qu'une telle évaluation n'est pas nécessaire ou si (iv) l'émetteur ou l'initiateur tenu d'obtenir l'évaluation déclare dans le document d'information relatif à l'opération ne disposer d'aucune information importante encore inconnue du public au sujet de l'émetteur ou de ses titres (6.3(2) du Règlement Q-27). Voir également l'article 5.1 de l'Instruction complémentaire Q-27.

qui est choisi et supervisé par un comité indépendant⁴⁹³ en vertu de l'article 2.3(2) du Règlement Q-27⁴⁹⁴.

L'évaluateur n'est pas indépendant par rapport à une personne intéressée⁴⁹⁵ dans les cas suivants⁴⁹⁶ :

- a) l'évaluateur ou la personne⁴⁹⁷, ou une entité faisant partie du même groupe que l'un d'eux, est un initié à l'égard de la personne intéressée, une personne avec qui la personne intéressée a des liens ou une entité faisant partie du même groupe que celle-ci⁴⁹⁸;
- b) sauf dans les circonstances décrites en e), et sous réserve du paragraphe 5), l'évaluateur ou la personne, ou une entité faisant partie du même groupe que l'un d'eux, agit à titre de conseiller de la personne intéressée à l'égard de l'opération⁴⁹⁹;
- c) la rémunération de l'évaluateur ou de la personne, ou d'une entité faisant partie du même groupe que l'un d'eux, dépend pour tout ou partie d'une convention, d'un arrangement ou d'une entente qui procure à l'évaluateur ou à la personne, ou à l'entité du même groupe, une incitation financière à l'égard des conclusions formulées dans l'évaluation ou l'opinion ou à l'égard de l'issue de l'opération⁵⁰⁰;
- d) l'évaluateur ou la personne, ou une entité faisant partie du même groupe que l'un d'eux, est

⁴⁹³ Un comité indépendant est un comité formé exclusivement d'un ou de plusieurs administrateurs indépendants de l'émetteur au sens de l'article 7.1 du Règlement Q-27. Depuis les modifications de juin 2004 du Règlement 61-501, le comité indépendant a l'obligation expresse de faire de son mieux afin d'accélérer le processus d'évaluation formelle requis dans le contexte des offres par un initié, notamment dans le cas des offres par un initié non sollicitées.

⁴⁹⁴ Nous référons le lecteur aux articles 6.1 et 6.2 du Règlement Q-27. Notons que les notions « d'indépendance » et de « qualification » sont essentiellement des questions de fait (6.1(2) du Règlement Q-27). Dans un autre ordre d'idées, notons que certains auteurs ont remis en question, sur la base d'une analyse coût-bénéfice, la pertinence d'une telle obligation (*supra*, note 387).

⁴⁹⁵ La définition de « personne intéressée » du Règlement Q-27, dans le cadre d'une OPA par un initié réfère à l'initiateur. Voir également l'article 2.7 de l'Instruction complémentaire Q-27.

⁴⁹⁶ Pour faciliter la compréhension, nous reproduisons *in extenso*, la lettre de l'article 6.1(3) du Règlement Q-27. Voir aussi l'article 5.2 de l'Instruction complémentaire Q-27 qui édicte certains facteurs dont il faut tenir compte pour circonscrire la notion « d'indépendance ».

⁴⁹⁷ Par « personne », on entend la personne qui fournit une opinion sur le fait qu'il existe un marché liquide, au sens de l'article 1.3 du Règlement Q-27, pour les titres de la catégorie visée par l'opération. Cette opinion est requise dans le contexte d'une OPR (*infra*, section 3.2).

⁴⁹⁸ Voir la section 3.1.1 pour la définition de « initié », « de personne du même groupe » et de « lien ».

⁴⁹⁹ Ce faisant, la firme de courtiers qui fait l'évaluation ne peut pas, par exemple, être également les conseillers financiers de l'initiateur pour la transaction.

⁵⁰⁰ De ce fait, une rémunération de l'évaluateur basée sur la réussite de la transaction pourrait possiblement être avancée pour évoquer que ledit évaluateur n'est pas indépendant (*supra*, note 114). Voir également l'article 6.1(4) du Règlement Q-27.

- i) soit chef de file ou co-chef de file d'un groupe de courtiers-sollicitants formé à l'égard de l'opération⁵⁰¹,
- ii) soit un membre du groupe de courtiers-sollicitants, si l'évaluateur ou la personne, ou une entité faisant partie du même groupe que l'un d'eux, en sa qualité de courtier-sollicitant, rend des services qui vont au-delà des services habituellement compris dans la fonction de courtier-sollicitant ou reçoit une rémunération qui ne se limite pas à la rémunération par titre ou par porteur de titres payable aux autres membres du groupe;
- e) l'évaluateur ou la personne est le vérificateur indépendant de l'émetteur ou d'une personne intéressée, ou une entité faisant partie du même groupe que le vérificateur, à moins que ni l'évaluateur ni la personne ni une entité faisant partie du même groupe ne soit le vérificateur indépendant de l'émetteur ou d'une personne intéressée après la réalisation de l'opération et que ce fait n'ait été rendu public;
- f) l'évaluateur ou la personne, ou une entité du même groupe, a un intérêt financier important dans la réalisation de l'opération.

De plus, l'initiateur qui est tenu de procéder à une évaluation doit inclure dans sa note d'information⁵⁰² des éléments supplémentaires explicitant sa relation avec l'évaluateur comme l'édicte l'article 6.2 du Règlement Q-27⁵⁰³ ainsi que de l'information financière sur l'émetteur⁵⁰⁴. Par ailleurs, la personne qui conduit l'évaluation doit le faire dans le cadre des balises énoncées à l'article 6.4 du Règlement Q-27⁵⁰⁵. Finalement, l'initiateur doit déposer, auprès des ACVM au sein desquelles il est un émetteur assujetti, au même moment que les documents afférents à son offre, son évaluation⁵⁰⁶.

⁵⁰¹ On fait ici référence au syndicat de courtiers formé pour certaines transactions.

⁵⁰² La note d'information contient un résumé de l'évaluation à moins qu'elle n'y soit intégralement reproduite.

⁵⁰³ Ces éléments sont : (i) une déclaration à l'effet que l'évaluateur ou la personne a été jugé qualifié et indépendant; (ii) une description de toute relation passée, présente ou prévisible entre l'évaluateur ou la personne et l'émetteur ou une personne intéressée qui peut contribuer à donner l'impression d'une absence d'indépendance; (iii) une description de la rémunération payée ou à payer à l'évaluateur ou à la personne; (iv) une description de tout autre facteur pouvant contribuer à donner l'impression d'une absence d'indépendance de l'évaluateur ou de la personne; (v) le fondement permettant d'établir la qualification de l'évaluateur ou de la personne; (vi) le fondement permettant d'établir l'indépendance de l'évaluateur ou de la personne, malgré toute impression d'absence d'indépendance, y compris le montant de la rémunération ou les autres facteurs mentionnés en (ii) à (iv).

⁵⁰⁴ Voir l'article 4.2 de l'Instruction complémentaire Q-27.

⁵⁰⁵ Cet article requière notamment que l'évaluateur procède de façon diligente et professionnelle et que son évaluation soit arrêtée pas plus de 120 jours avant la date marquant le début de l'opération.

⁵⁰⁶ Article 6.6 du Règlement Q-27. Le consentement de l'évaluateur est alors requis, tout comme pour tout autre reproduction de l'évaluation (article 6.7 du Règlement Q-27). En vertu des modifications de juin 2004 du Règlement 61-501, aucun consentement ne doit être obtenu ou déposé à l'égard d'une évaluation antérieure (article 6.10 du Règlement 61-501).

3.1.3. Les dispenses⁵⁰⁷ :

Compte tenu que l'obligation d'octroyer de l'information additionnelle aux actionnaires minoritaires sur l'OPA faite par un initié est une condition *sine qua non* du Règlement Q-27, la présente section du mémoire abordera uniquement les 3 dispenses permettant à l'initiateur de l'offre de contourner l'obligation de fournir une évaluation⁵⁰⁸. Tout d'abord, une exemption est possible si l'initiateur n'a pas obtenu, au cours des 12 derniers mois, une déclaration du conseil d'administration ou de la direction au sujet de la société visée et ne dispose d'aucune information importante encore inconnue du public au sujet de la société cible ou de ses titres⁵⁰⁹. L'initié faisant l'OPA peut aussi bénéficier d'une dispense s'il respecte l'ensemble des conditions suivantes⁵¹⁰ : (i) la contrepartie offerte aux termes de l'OPA est d'une valeur au moins égale à la contrepartie la plus élevée ayant été convenue avec un vendeur de titres de la société visée suite à des négociations sans lien de dépendance⁵¹¹ à l'occasion d'une OPA par un initié ou d'une autre opération portant sur les titres de la catégorie visée ayant eu cours dans les 12 derniers mois; (ii) au moins un des vendeurs visé en (i) exerce ou exerçait une emprise sur les titres représentant au moins 5 % (si l'initiateur détient une participation égale ou supérieure à 80 %

⁵⁰⁷ Une dispense discrétionnaire peut toujours être demandée pour l'application de une ou de plusieurs dispositions du Règlement Q-27 (article 9.1). En outre, par l'entremise de ces dispenses, le Règlement Q-27 permet, malgré un encadrement serré des opérations qu'il régit, une certaine flexibilité pour les compagnies.

⁵⁰⁸ Les faits sur lesquels la dispense est fondée doivent être indiqués dans la note d'information relative à l'offre.

⁵⁰⁹ La dispense est alors octroyée en raison du fait que l'initiateur ne bénéficie pas d'asymétrie informationnelle.

⁵¹⁰ Nous référons le lecteur au paragraphe 3 de l'article 2.4(1) du Règlement Q-27 pour une énumération de ces conditions *in extenso*. Voir, par ailleurs, l'article 2.11 de l'Instruction complémentaire Q-27.

⁵¹¹ Voir l'article 1.4 du Règlement Q-27 qui édicte essentiellement qu'il y a « lien de dépendance » dans le cas où il y a une relation avec une « personne reliée » (voir aussi l'article 2.10 de l'Instruction complémentaire Q-27). Le Règlement Q-27 définit la notion de « personne reliée » comme étant : (i) une personne qui possède une participation (voir également l'article 112 LVMQ) suffisante dans le capital de l'émetteur ou de la personne intéressée pour exercer une influence importante sur le contrôle de l'émetteur ou de la personne intéressée (c'est-à-dire une détention de plus de 20 % des actions votantes (1.1(2) du Règlement Q-27)); (ii) une personne dans le capital de laquelle une personne visée en (i) détient une participation suffisante pour exercer une influence importante sur le contrôle de celle-ci; (iii) une personne dans le capital de laquelle l'émetteur ou la personne intéressée détient, une participation suffisante pour exercer une influence importante sur le contrôle de celle-ci; (iv) une personne qui possède une emprise sur plus de 10 % d'une catégorie de titres comportant droit de vote de l'émetteur ou de la personne intéressée; (v) un dirigeant (a) de l'émetteur ou de la personne intéressée, (b) d'une personne reliée, au sens de (i) à (iv), (vi) ou (vii), par rapport à l'émetteur ou à la personne intéressée; (vi) une personne qui gère ou dirige, dans une mesure appréciable, les affaires internes ou l'exploitation de l'émetteur ou de la personne intéressée aux termes d'une entente avec l'émetteur ou la personne intéressée, notamment le commandité d'un émetteur ou d'une personne intéressée constitué sous forme de société en commandite et (vii) une entité faisant partie du même groupe que l'une des personnes visées de (i) à (vi), une personne qui exerce le contrôle sur l'une d'elles ou une société contrôlée par l'une d'elles. Finalement, notons que, suite aux amendements de juin 2004 du Règlement 61-501, la définition de « personne reliée » a été modifiée de façon à supprimer l'exclusion touchant les prêteurs de bonne foi. En outre, la CVMO a indiqué que, pour qu'on puisse se fonder sur les dispenses d'évaluation applicables aux négociations sans lien de dépendance antérieure (ou contemporain), toutes les négociations avec les porteurs de titres vendeurs devraient être effectuées par des personnes et des sociétés sans lien de dépendance avec eux.

des titres) ou 10 % (si l'initiateur détient une participation inférieure à 80 % des titres) des titres en circulation de la catégorie visée par l'offre⁵¹²; (iii) au moins un des vendeurs mentionnés en (i) exerce ou exerçait une emprise sur les titres représentant au moins 20 % des titres en circulation de la catégorie visée par l'OPA et faisant partie de l'emprise de personnes autres que l'initiateur et ses alliés⁵¹³; (iv) l'initiateur estime qu'au moment où chacune des ententes mentionnées en (i) a été conclue, a) chacun des vendeurs partie à l'entente avait accès à toute l'information au sujet de la société visée et de ses titres, b) aucun facteur particulier, y compris les facteurs non financiers, qu'un vendeur partie à l'entente a jugé pertinent dans l'évaluation de la contrepartie n'a eu l'effet de réduire le prix qu'il aurait autrement jugé acceptable; (v) au moment où chacune des ententes visées en (i) a été conclue, l'initiateur ne disposait pas d'information importante encore inconnue du public au sujet de l'émetteur ou de ses titres et, à sa connaissance, aucun vendeur partie à l'entente ne disposait non plus d'information importante encore inconnue du public à leur sujet; (vi) une des ententes visées en (i) est intervenue entre un vendeur et une personne autre que l'initiateur, et ce dernier estime raisonnablement, qu'au moment où cette entente a été conclue, la personne ne disposait d'aucune information importante encore inconnue du public au sujet de la société visée ou de ses titres qui aurait été de nature à influencer sur la contrepartie convenue et que (vii) l'initiateur ne dispose d'aucune information importante encore inconnue du public au sujet de la société visée ou de ses titres depuis le moment de la conclusion de chacune des ententes visées en (i) qui serait de nature à faire augmenter la valeur des titres touchés⁵¹⁴. Finalement, l'initiateur de l'offre peut bénéficier d'une dernière possibilité d'exonération de l'obligation de fournir une évaluation si une enchère est en cours sur les titres de la société visée et que les éléments suivants sont respectés⁵¹⁵ : (i) l'OPA par l'initié est annoncée publiquement ou faite à un moment où une ou plusieurs offres publiques ou opérations de fermeture⁵¹⁶ visant des titres de la même catégorie que la catégorie visée et qui attribuent à ces titres une valeur par titre est en

⁵¹² Ces calculs s'effectuent en vertu de l'article 2.4(2) du Règlement Q-27.

⁵¹³ Ces calculs s'effectuent en vertu de l'article 2.4(3) du Règlement Q-27.

⁵¹⁴ Voir, par exemple, le dossier *Adex Securities Inc.*, (2002) 33 B.C.V.M. N° 33. La dispense est octroyée en raison du fait qu'il y a eut des négociations antérieures sans lien de dépendance ce qui impliquent que le prix alors octroyé était vraisemblablement raisonnable et équitable pour les actionnaires minoritaires. Partant, si l'offre actuelle est au moins équivalente, on peut s'attendre à ce qu'il n'y ait pas d'abus de la part de l'initiateur.

⁵¹⁵ Nous référons le lecteur au paragraphe 4 de l'article 2.4(1) du Règlement Q-27 pour une énumération de ses conditions *in extenso*.

⁵¹⁶ *Supra*, section 1.3.

cours⁵¹⁷; (ii) au moment où l'offre publique par l'initié est lancée, la société visée a donné un accès égal à l'information à son sujet et au sujet de ses titres à l'initié qui lance l'offre publique, à tous les autres initiateurs d'offre et aux personnes ayant proposé des opérations de fermeture; (iii) dans le document d'information relatif à l'offre publique par l'initié, l'initiateur décrit, d'une part, toute information importante encore inconnue du public au sujet de la société visée et de ses titres à laquelle il a accès, ainsi que le genre d'accès qu'il a à l'émetteur et, d'autre part, déclare qu'il ne possède aucune autre information importante encore inconnue du public au sujet de la société visée et de ses titres⁵¹⁸.

3.2. Les offres publiques de rachat⁵¹⁹ :

3.2.1. Les obligations requises :

Tout comme pour l'OPA faite par un initié, l'OPR régie par le Règlement Q-27 doit respecter deux obligations supplémentaires. Ainsi, l'émetteur qui entend procéder au rachat de ses titres doit fournir un degré d'information accru dans les documents relatifs à son offre tout en préparant une évaluation de ses titres. Ce faisant, en plus de l'information déjà requise par la LVMQ⁵²⁰, l'émetteur est tenu de fournir l'information de la rubrique 16 de l'Annexe XI du RVMQ⁵²¹, de décrire dans la note d'information le contexte de l'OPR, de fournir de l'information sur les évaluations antérieures au sujet de l'émetteur qui ont été établies au cours des 24 derniers mois avant la date du début de l'OPR et dont l'émetteur ou l'un de ses dirigeants à connaissance⁵²², d'offrir de l'information sur toute offre antérieure de bonne foi visant les titres de l'émetteur que ce dernier a reçu au cours des 24 mois précédant l'annonce publique de l'OPR, d'exposer le processus d'examen et d'approbation que le conseil d'administration et le comité

⁵¹⁷ Il en est de même si une ou plusieurs opérations, qui seraient des opérations de fermeture visant des titres de la même catégorie que la catégorie visée, n'étaient pas couvertes par l'exception prévue en e) de la définition du terme « opération de fermeture » (*infra*, section 3.3), attribuent une valeur par titre à ces titres.

⁵¹⁸ Une telle dispense est permise en se basant sur la prémisse que la concurrence entre les divers offrants fait en sorte d'octroyer la juste valeur pour les actionnaires minoritaires.

⁵¹⁹ Les OPR dispensées (*supra*, note 7 et section 1.1.4.2) ne sont pas touchées par le du Règlement Q-27 (3.1(1) du Règlement Q-27). De plus, lorsque la *Norme canadienne 71-101, Régime d'information multinational* s'applique (*supra*, note 103) et que moins de 20 % des titres visés par l'offre sont détenus par des porteurs canadiens, le Règlement Q-27 ne trouve également pas application (3.1(2) du Règlement Q-27). Par ailleurs, pour une discussion sur les fondements pouvant guider un émetteur assujetti à procéder à une OPR, voir la section 1.1.6.2(3). Finalement, voir l'article 2.4 de l'Instruction complémentaire Q-27.

⁵²⁰ Annexe XIV du RVMQ.

⁵²¹ C'est-à-dire de l'information sur les droits de retrait et droits d'acquisition.

⁵²² Cela doit se faire conformément à l'article 6.8 du Règlement Q-27 (*supra*, note 485).

indépendant⁵²³, le cas échéant, de l'émetteur ont adopté à l'égard de l'OPR, y compris toute opinion contraire sur un point important ou toute abstention d'un administrateur et tout désaccord important entre le conseil d'administration et le comité indépendant et, finalement, d'inclure dans la note d'information une déclaration de l'intention, si l'émetteur la connaît, de chaque personne intéressée⁵²⁴ d'accepter ou non l'OPR ainsi qu'une description de l'effet que l'OPR aura, d'après ce dernier, en cas de suite positive, sur la participation de chacune des personnes intéressées dans les titres comportant droit de vote de l'émetteur. Pour ce qui est de l'évaluation, elle doit être conduite de manière similaire à celle décrite lors de notre analyse des obligations requises dans un contexte d'OPA faite par un initié, à la différence que la formation d'un comité indépendant est facultative⁵²⁵.

3.2.2. Les dispenses⁵²⁶ :

Deux dispenses s'offrent à l'émetteur procédant à une OPR qui ne désire pas préparer une évaluation⁵²⁷. Dans un premier temps, l'évaluation n'est pas requise si l'OPR vise des titres qui ne sont pas des titres de participation et qui ne donnent pas droit d'obtenir, directement ou indirectement, par conversion ou par échange des titres de participation⁵²⁸. En outre, une autre exemption est disponible lorsque l'OPR vise des titres pour lesquels il existe un marché liquide au sens de l'article 1.3 du Règlement Q-27⁵²⁹ et qu'on peut raisonnablement conclure que, après réalisation de l'offre, les porteurs qui ne déposeront pas leurs titres en réponse à l'offre auront

⁵²³ Contrairement à l'OPA fait par un initié, la formation d'un comité indépendant pour choisir et régir le processus de l'évaluation est facultative dans le cadre de l'OPR.

⁵²⁴ Dans le contexte d'une OPR, le terme « personne intéressée » réfère à l'émetteur et à toute personne, autre qu'un prêteur de bonne foi, qui, seule ou avec ses alliés (*supra*, note 482), détient ou devrait raisonnablement détenir, par suite de l'offre, un nombre suffisant de titres de l'émetteur pour exercer une influence importante sur le contrôle de l'émetteur (c'est-à-dire 20 % des actions votantes). Voir également l'article 2.7 de l'instruction complémentaire Q-27.

⁵²⁵ *Supra*, section 3.1.2 et article 3.3 du Règlement Q-27.

⁵²⁶ *Supra*, note 507. Pour des exemples de dispenses des obligations des Règlements Q-27 et 61-501, voir Patricia L. Olasker & Jennifer F. Longhurst, « Share Buy-Backs in Canada », *supra*, note 74.

⁵²⁷ Les faits sur lesquels la demande d'exonération est fondée doivent toutefois être indiqués dans la note d'information afférente à l'OPR.

⁵²⁸ Cette dispense vise notamment le cas du rachat d'obligations ou de débentures non convertibles. Voir notamment le dossier *Stackpole Limited*, (2001) 32 B.C.V.M. No 51.

⁵²⁹ Si une opinion visée en b) ii) du paragraphe 1) de l'article 1.3 du Règlement Q-27 est fournie, la personne qui fournit cette opinion arrive à la conclusion indiquée en b) et le déclare dans son opinion.

accès à un marché qui ne présentera pas une diminution importante de liquidité par rapport au marché d'avant l'offre⁵³⁰.

3.3. Les opérations de fermeture :

3.3.1. Qu'est-ce qu'une opération de fermeture selon le Règlement Q-27?

L'AMF encadre également les opérations de fermeture⁵³¹. Ce type de transaction est défini de la manière suivante au Règlement Q-27 :

une fusion, un arrangement, un regroupement de titres, une modification des conditions d'une catégorie de titres de participation de l'émetteur ou toute autre opération impliquant une personne ou avec une personne qui est une personne reliée⁵³² par rapport à l'émetteur au moment où il a été convenu de procéder à l'opération, au terme de laquelle le droit sur son titre du porteur d'un titre de participation de l'émetteur peut être éteint sans son consentement⁵³³

Toutefois, certaines opérations, bien qu'elles puissent constituer *a priori* des opérations de fermeture, sont exclues expressément par le Législateur⁵³⁴. Tout d'abord, un droit d'acquisition forcé prévu par la loi n'est pas assujéti au régime du Règlement Q-27⁵³⁵. Il en est de même pour tout regroupement d'actions n'ayant pas pour effet d'éteindre les droits sur les titres des porteurs de titres de participation d'un émetteur sans leur consentement, sauf dans une mesure symbolique. En outre, il y a une dispense de cette réglementation si les titres sont rachetés suite à un rachat ou une extinction forcée du droit du porteur en vertu des conditions

⁵³⁰ Le législateur considère alors que si le marché est liquide, les actionnaires vont être en mesure de vendre leurs titres tout en recevant une contrepartie représentant la juste valeur des titres.

⁵³¹ *Supra*, section 1.3 pour une discussion sur le processus de l'opération de fermeture. Notons également que l'article 4.1 du Règlement Q-27 édicte que les sociétés privées, les organismes de placement collectif ainsi que les opérations de fermeture faites avant le 15 décembre 2000 ne sont pas touchés par cette partie du Règlement Q-27. Il en est de même lorsque moins de 50 porteurs résident au Québec et possèdent moins de 2 % des titres de chaque catégorie de titres touchés.

⁵³² *Supra*, note 511.

⁵³³ Voir aussi l'article 2.8(1) de l'Instruction complémentaire Q-27. Suite aux modifications du Règlement 61-501, la notion d'« opération de fermeture » a été retirée pour celle de « regroupement d'entreprise » (« business combination »).

⁵³⁴ Voir la définition d'« opération de fermeture » à l'article 1.1 du Règlement Q-27. Tout comme pour toutes les dispenses édictées au Règlement Q-27, l'AMF considère que le risque d'abus et la possibilité que des situations injustes prennent forme dans le cadre de ces transactions est minime et ne justifie pas un encadrement juridique au-delà de celui déjà existant.

⁵³⁵ *Supra*, section 1.3.2.

prévues par écrit lors de l'émission ou établies par la suite conformément à la loi constitutive. Par ailleurs, toute procédure introduite en vertu des dispositions en matière de liquidation ou de dissolution de la loi constitutive de l'émetteur est exonérée du régime du Règlement Q-27. Finalement, une opération impliquant une personne reliée⁵³⁶ ou une entité faisant partie du même groupe⁵³⁷ n'a pas à respecter la réglementation en valeurs mobilières sur les opérations de fermeture si elle respecte certaines conditions⁵³⁸.

3.3.2. Les obligations requises :

Les obligations requises par le Règlement Q-27 pour les opérations de fermeture sont à deux niveaux. D'une part, une évaluation doit être préparée dans le cadre de la transaction, de façon analogue à ce que nous avons décrit lorsque nous avons traité des OPA faites par un initié⁵³⁹. D'autre part, une opération de fermeture ne peut être réalisée à l'égard d'un émetteur que si les porteurs minoritaires approuvent l'opération⁵⁴⁰. Pour ce faire, tous les porteurs de

⁵³⁶ *Supra*, note 511.

⁵³⁷ *Supra*, note 481.

⁵³⁸ Pour ce faire, la personne reliée ou l'entité faisant partie du même groupe doit réunir les conditions suivantes : (i) elle a seulement le droit de recevoir, directement ou indirectement, par suite de l'opération, une contrepartie par titre dont le montant et la nature sont identiques à celle qui est versée au Canada à tous les autres porteurs de titres touchés de la même catégorie (voir aussi l'article 2.12 de l'Instruction complémentaire Q-27); (ii) elle n'a pas le droit de recevoir, directement ou indirectement, par suite de cette opération, une contrepartie dont la valeur serait supérieure à celle qui est versée à tous les autres porteurs de titres touchés de la même catégorie; (iii) par suite de la réalisation de cette opération, elle n'exerce pas d'emprise sur des titres de participation d'une catégorie autre que celle des titres touchés. Notons finalement que, suite aux modifications de juin 2004 du Règlement 61-501, certaines conditions supplémentaires doivent être respectées pour bénéficier de cette exemption.

⁵³⁹ *Supra*, section 3.1.2. Par contre, dans le contexte d'une opération de fermeture, la formation d'un comité spécial pour choisir l'évaluateur et superviser la conduite de celle-ci n'est pas obligatoire. De plus, il est requis d'indiquer dans le document d'information (c'est-à-dire la circulaire de sollicitation de procurations) qui assumera ou a assumé les frais d'évaluation (voir article 4.3(1)(2) du Règlement Q-27). Notons également que dans le contexte d'une opération de fermeture, une « personne intéressée » est une personne reliée par rapport à l'émetteur faisant l'objet d'une opération de fermeture, qui remplit les conditions suivantes : (i) elle a le droit de toucher, directement ou indirectement, par la suite de l'opération a) soit une contrepartie par titre dont le montant et la nature ne sont pas identiques à celle qui est versée à tous les autres porteurs de titres touchés de la même catégorie au Canada, b) soit une contrepartie ayant une valeur supérieure à celle qui est versée à tous les autres porteurs de titres touchés de la même catégorie; (ii) par la suite de l'opération, elle possède une participation dans les titres de participation d'une catégorie autre que celle dont font partie les titres touchés. Suite aux modifications de juin 2004 du Règlement 61-501, contrairement à ce qui est prévu dans le régime actuel, les regroupements d'entreprises prévus par le règlement ne devront pas tous être accompagnés d'une évaluation indépendante. L'évaluation sera requise uniquement dans deux cas : (i) un évincement par une personne reliée et (ii) une « opération associée » avec une personne reliée nécessitant elle-même une évaluation distincte à titre d'opération avec une personne reliée importante (auquel cas deux évaluations distinctes seraient nécessaires).

⁵⁴⁰ Jumelée avec l'obligation de procéder à une évaluation, l'approbation par les porteurs minoritaires constitue un des deux « piliers » du Règlement Q-27. Il s'agit d'un vote à majorité simple de la part des porteurs minoritaires. D'ailleurs, comme l'avance Anita Anand dans « Fairness at What Price? An Analysis of the Regulation of Going-Private Transactions in OSC Policy 9.1 » à la p. 130, le vote de la majorité de la minorité est généralement efficient en

toutes les catégories de titres touchées vote séparément⁵⁴¹. Par ailleurs, en vue de déterminer l'approbation des actionnaires minoritaires, l'émetteur exclut les voix rattachées aux titres touchés qui font partie de l'emprise de l'émetteur, d'une personne intéressée⁵⁴², d'une personne reliée⁵⁴³ à une personne intéressée⁵⁴⁴ ou d'un allié⁵⁴⁵. Dans le cas d'une opération de fermeture de deuxième étape⁵⁴⁶, les voix rattachées aux titres déposés en réponse à l'OPA sont comptées afin de déterminer si les actionnaires minoritaires approuvent l'opération dans la mesure où certaines conditions sont rencontrées⁵⁴⁷. Quant aux titres déposés dans le cadre d'une

raison du fait que, fréquemment, les actionnaires minoritaires comptent parmi eux des investisseurs avertis tels que des investisseurs institutionnels, des firmes d'investissement, des banques, etc. Partant, l'ensemble des porteurs minoritaires peut être en mesure de bénéficier de leur « savoir » afin de faire un choix éclairé. Pour une discussion sur l'activisme des investisseurs institutionnels, *infra*, section 4.2.

⁵⁴¹ Il en est de même si l'opération touche particulièrement une série d'une catégorie de titres. Voir l'article 8.1 (1)(2) du Règlement Q-27.

⁵⁴² *Supra*, note 539. Toutefois, les titres sont comptés si la personne intéressée est traitée de la même façon que tous les autres porteurs au Canada de titres touchés et qu'elle ne reçoive pas, directement ou indirectement, par la suite de l'opération, une contrepartie d'une valeur supérieure à la contrepartie reçue par tous les autres porteurs de titres touchés.

⁵⁴³ *Supra*, note 511.

⁵⁴⁴ *Supra*, note 539. Cela exclut un administrateur de l'émetteur qui est indépendant à l'égard de la personne intéressée. Voir également l'article 2.7 de l'Instruction complémentaire Q-27.

⁵⁴⁵ Il s'agit ici d'un allié d'une personne intéressée ou d'une personne reliée à une personne intéressée. Voir l'article 8.1(3) du Règlement Q-27. Par ailleurs, compte tenu des modifications de juin 2004 au Règlement 61-501, une personne reliée recevant un « collateral benefit » (« avantage accessoire »), au sens de l'article 1.1 du Règlement 61-501, (ex : un avantage financier quelconque et ce, même s'il s'agit d'un droit pré-existant comme un parachute doré (*supra*, section 1.1.6.1(2)), un droit de préemption, etc) ne peut pas participer au vote de la majorité de la minorité. Notons aussi que la CVMO propose une conception très englobante de la notion « d'avantage accessoire ». Pour un exemple de dispense accordée par l'AMF appliquant le concept de « collateral benefit », voir le dossier *Activant Solutions Inc.*, (2005) 2 B.A.M.F. N° 8. Finalement, malgré le fait que la notion de « collateral benefit » s'applique seulement dans un contexte impliquant une personne reliée (*supra*, note 511), la CVMO rappelle qu'elle peut intervenir lors d'une « business combinaison » si un traitement différent des porteurs de titres n'est pas justifié, comme elle l'avance dans sa décision du 8 août 2006 (appel rejeté devant la Cour supérieure de l'Ontario) dans l'affaire *Re Sears Canada Inc.*, 29 O.S.C.B. N° 35, 7062 (au para 262). La CVMO se base alors sur l'article 2.1(5) de la *Companion Policy 61-501*, (2004) 27 O.S.C.B. 6011 pour édicter que les droits de votes afférents aux titres détenus par la Banque de la Nouvelle-Écosse, Scotia Capital Inc., la Banque Royale du Canada et Vornado Realty Ltd. doivent être exclus du vote de la minorité de la majorité. Ce faisant, la CVMO vient bloquer l'opération. Un autre élément intéressant de cette décision est la conclusion selon laquelle la Banque de la Nouvelle-Écosse, en tant qu'actionnaire de Sears Canada Inc., n'est pas considérée comme un « joint actor » au sens du Règlement 61-501 en raison du fait que sa division de courtage, Scotia Capital Inc., était l'aviseur financier de Sears Holdings Corp. Une décision contraire de la CVMO aurait possiblement changé considérablement la façon de procéder de l'ensemble des banques canadiennes lorsqu'elles sont impliquées dans des transactions.

⁵⁴⁶ *Supra*, section 1.3.2.

⁵⁴⁷ Aucune contrepartie supérieure n'est octroyée au porteur qui dépose ses titres, l'opération est menée dans les 120 jours de la fin de l'OPA, l'opération de fermeture est proposée par l'initiateur de l'OPA, la contrepartie payée dans le cadre de l'opération de fermeture de deuxième étape est au moins équivalente à la contrepartie par titre que l'initiateur avait payée dans le cadre de l'OPA. En outre, le document d'information (*supra*, note 539) doit énoncer les éléments suivants : (i) l'intention de procéder à l'opération de fermeture, (ii) contenir un résumé de l'évaluation le cas échéant, (iii) indiquer les titres, selon l'initiateur, qui devraient être exclus dans le calcul des voix, (iv) indiquer que l'opération de fermeture doit être assujettie à l'approbation des porteurs minoritaires, (v) indiquer chaque catégorie de titres dont les porteurs ont le droit de voter séparément en tant que catégorie à l'égard de l'opération ultérieure, (vi) indiquer les incidences fiscales de l'OPA et de l'opération de fermeture subséquente si elles sont connues ou raisonnablement prévisibles par l'initiateur et qu'elles devraient normalement être différentes des incidences fiscales du dépôt des titres en réponse à l'OPA (voir l'article 8.2 du Règlement Q-27).

convention de support⁵⁴⁸, malgré une décision de la Cour d'appel de la Colombie Britannique⁵⁴⁹ ayant énoncé que les votes rattachés aux titres déposés dans le cadre de ces conventions ne pouvaient pas être compris dans le vote de la majorité de la minorité, la CVMO a modifié la définition de « joint actors » du Règlement 61-501 afin de rectifier la position jurisprudentielle⁵⁵⁰. Finalement, lorsque l'approbation des porteurs minoritaires est requise pour procéder à une opération de fermeture, l'émetteur doit convoquer une assemblée des porteurs de titres touchés et leur envoyer une circulaire de sollicitation de procurations⁵⁵¹.

3.3.3. Les dispenses⁵⁵² :

Tout d'abord, en ce qui a trait à l'obligation de procéder à une évaluation, encore ici, une dispense est disponible dans le cas où il y a eu des négociations antérieures sans lien de dépendance ou lorsqu'il y a eu une enchère⁵⁵³. Par ailleurs, une dispense d'évaluation est également disponible si l'opération répond aux critères suivants : (i) elle suit une OPA sur les titres de la même catégorie que les titres touchés et est réalisée par l'initiateur de l'OPA; (ii) l'opération est menée à terme dans les 120 jours de l'expiration de l'OPA; (iii) l'intention d'effectuer l'opération de fermeture a été indiquée dans la note d'information relative à l'OPA⁵⁵⁴; (iv) la contrepartie par titre payée dans le cadre de l'opération de fermeture est d'une valeur au moins égale et de même nature à celle payée lors de l'OPA; (v) la note d'information envoyée

⁵⁴⁸ *Supra*, section 1.1.5.

⁵⁴⁹ *Sepp's Gourmet Foods Ltd.*, (2002) 21 B.L.R. (3d) 270 (B.C. C.A.).

⁵⁵⁰ Logiquement, l'AMF devrait prendre le même virage lorsqu'elle modifiera le Règlement Q-27 pour s'harmoniser avec les amendements de juin 2004 du Règlement 61-501.

⁵⁵¹ Cette circulaire comprend les informations suivantes : (i) l'information prévue à l'annexe IV du Règlement (voir l'article 4.1(2) de l'Instruction complémentaire Q-27); (ii) l'information sur les engagements d'acquisition de titres de participation de l'émetteur pris par l'émetteur lui-même ou, lorsque l'émetteur en a connaissance, par les personnes avec qui un dirigeant de l'émetteur a des liens, les initiés à l'égard de l'émetteur et les alliés de l'émetteur; (iii) l'information à l'annexe XI du RVMQ (Droits de retrait et droits d'acquisition); (iv) une description du contexte de l'opération de fermeture; (v) l'information conformément à l'article 6.8 du Règlement Q-27 (évaluation antérieure); (vi) l'information sur toutes les offres antérieures de bonne foi qui se rapporte à l'objet de l'opération ou qui est autrement pertinente par rapport à l'opération que l'émetteur a reçue au cours des 24 mois précédant l'annonce publique de l'opération; (vii) un exposé du processus d'examen et d'approbation que le conseil d'administration et le comité indépendant, le cas échéant, de l'émetteur ont adopté à l'égard de l'opération, y compris toute opinion contraire sur un point important ou toute abstention d'un administrateur et tout désaccord important entre le conseil et le comité indépendant. En outre, si un changement important survient après l'envoi de la circulaire de sollicitation de procurations mais avant la date de l'assemblée, l'émetteur doit, sans tarder, diffuser l'information dans la mesure où, si elle était rendue publique, elle pourrait raisonnablement influencer la décision d'un porteur de titres touché par l'opération. Pour une énumération *in extenso* de ces éléments, voir l'article 4.2 du Règlement Q-27.

⁵⁵² *Supra*, note 507.

⁵⁵³ Voir, en faisant les adaptations nécessaires, notre discussion sur ces dispenses à la section 3.1.3 (voir aussi les articles 4.4(2)(3) du Règlement Q-27).

⁵⁵⁴ Suite aux modifications de juin 2004 du Règlement 61-501, la CVMO édicte que cette intention d'acquiescer la totalité des titres non déposée en réponse à l'offre doit être énoncée de façon non-équivoque.

aux détenteurs de titres dans le cadre de l'OPA indique les incidences fiscales de l'OPA et de l'opération de fermeture subséquente si elles sont connues ou raisonnablement prévisibles par l'initiateur et qu'elles devraient normalement être différentes des incidences fiscales du dépôt des titres en réponse à l'OPA⁵⁵⁵. En outre, une exonération de l'obligation d'évaluation peut également être utilisée pour les émetteurs qui sont des fonds d'investissement dont les titres ne sont pas rachetables⁵⁵⁶. Abordons maintenant les dispenses pour l'approbation des porteurs minoritaires. Essentiellement, seulement deux dispenses peuvent être utilisées⁵⁵⁷. Premièrement, comme pour toutes les obligations requises en vertu du Règlement Q-27, une dispense discrétionnaire peut être demandée⁵⁵⁸. Deuxièmement, une dispense s'applique pour la catégorie de titres dans laquelle une ou plusieurs personnes intéressées possèdent une participation égale ou supérieure à 90 % des titres en circulation au moment de l'opération de fermeture subséquente si les porteurs de titres de la catégorie visée peuvent bénéficier d'un droit de dissidence prévu par la loi constitutive⁵⁵⁹ ou par un droit d'origine contractuelle équivalent qui est décrit dans le document d'information relatif à l'opération de fermeture⁵⁶⁰. Finalement, en raison du fait que le Règlement Q-27 vise à assurer le traitement équitable des porteurs minoritaires, des tactiques inacceptables de porteurs minoritaires n'ayant qu'un très petit nombre de titres pourraient amener l'AMF à accorder une dispense de l'approbation des porteurs minoritaires⁵⁶¹.

⁵⁵⁵ Article 4.4(1) para 4 du Règlement Q-27. L'AMF est alors d'avis que le respect de ces conditions octroie assez d'information aux porteurs minoritaire tout en minimisant le risque d'abus lors de la transaction.

⁵⁵⁶ Article 4.4(1) para 5 du Règlement Q-27. Suite aux modifications de juin 2004 du Règlement 61-501, les émetteurs « juniors » c'est-à-dire ceux qui sont inscrits à la Bourse de croissance TSX, sont dispensés de l'obligation de procéder à une évaluation dans le cas d'une opération de fermeture. Cette exonération a notamment pour finalité de diminuer le fardeau financier pour les « petites » compagnies (article 4.4(2) du Règlement 61-501). Voir à ce sujet les demandes de dispense dans les dossiers *Cantol Limitée*, (2005) 2 B.A.M.F. N° 50 et *Delta Systems Inc.*, (2005) 2 B.A.M.F. N° 11.

⁵⁵⁷ Article 4.6 du Règlement Q-27 et 3.1 de l'Instruction complémentaire Q-27.

⁵⁵⁸ *Supra*, note 507.

⁵⁵⁹ *Supra*, section 2.3.4.

⁵⁶⁰ Un tel droit contractuel est décrit dans la note d'information dans le cas de compagnie régie par la LCQ car elles ne peuvent pas bénéficier d'un droit de dissidence (*supra*, section 2.3.4). Le fondement sous-jacent à cette dispense est qu'il est plus efficace de permettre l'acquisition par l'offrant du 10 % de titres restant plutôt que d'imposer une forme de « tyrannie » de la minorité impliquant notamment le maintien des coûteuses obligations afférentes au statut d'émetteur assujéti. Par ailleurs, le fait qu'une majorité significative des porteurs ait accepté l'offre laisse croire que la contrepartie monétaire est raisonnable.

⁵⁶¹ Article 3.1 de l'Instruction complémentaire Q-27.

3.4. Les opérations avec des personnes liées :

3.4.1. Qu'est-ce qu'une opération avec une personne liée :

Le dernier type de transaction régi par le Règlement Q-27 est l'opération avec une personne liée que l'AMF définit ainsi :

par rapport à un émetteur, une opération intervenant entre l'émetteur et une personne qui est une personne reliée⁵⁶² par rapport à lui au moment où il est convenu de procéder à l'opération, ou impliquant l'émetteur et une autre personne dans cette situation, sans égard au fait que d'autres personnes participent également à l'opération, par suite de laquelle, du seul fait de l'opération ou en combinaison avec d'autres opérations connexes intervenant entre l'émetteur et la personne reliée ou un allié⁵⁶³ de celle-ci, ou impliquant l'émetteur et la personne reliée ou l'allié de celle-ci, sans égard au fait que d'autres personnes participent également à ces opérations [...]⁵⁶⁴

Une opération avec une personne liée peut donc prendre forme, selon le Règlement Q-27, lorsque l'émetteur, directement ou indirectement (i) fait l'acquisition à titre onéreux d'un élément d'actif de la personne liée⁵⁶⁵; (ii) prend à sa charge ou recueille d'une autre manière un élément de passif de la personne reliée; (iii) aliène un élément d'actif en faveur de la personne reliée⁵⁶⁶; (iv) prend en location un bien de la personne reliée ou lui donne un bien en location; (v) émet un titre en faveur de la personne reliée ou souscrit un titre de cette dernière⁵⁶⁷; (vi) fait un emprunt ou consent un prêt à la personne reliée; (vii) annule ou remet une dette ou une obligation de la personne reliée à son endroit⁵⁶⁸; (viii) donne une garantie, personnelle ou réelle, à l'égard d'une dette ou d'une obligation de la personne reliée, ou modifie les conditions d'une telle garantie ou accepte qu'une modification y soit apportée; (ix) est partie à une fusion ou un arrangement avec une personne reliée sauf dans le cas de (x); (x) participe avec une personne

⁵⁶² *Supra*, note 511.

⁵⁶³ *Supra*, note 482 (pour « allié ») et note 511 (pour « personne reliée »).

⁵⁶⁴ Voir la définition d'« opération avec un personne liée » de l'article 1.1 du Règlement Q-27 et l'article 6.1 de l'Instruction complémentaire Q-27.

⁵⁶⁵ Il en est de même s'il achète à titre d'allié de la personne reliée un élément d'actif d'un tiers si la quote-part de cet élément d'actif acquise par l'émetteur est inférieure à la quote-part de la contrepartie qu'il a payée.

⁵⁶⁶ Il en est de même s'il aliène à titre d'allié de la personne reliée, un élément d'actif en faveur d'un tiers si la quote-part de la contrepartie reçue par l'émetteur est inférieure à la quote-part de l'élément d'actif aliéné.

⁵⁶⁷ Il en est de même s'il modifie les conditions d'un titre de l'émetteur ou accepte qu'une modification y soit apportée si la personne reliée exerce une emprise sur ce titre, ou accepte la modification des conditions d'un titre de la personne reliée si l'émetteur exerce une emprise sur ce titre.

⁵⁶⁸ Depuis les modifications de juin 2004 au Règlement 61-501, toute modification importante à l'égard d'une dette, obligation ou facilité de crédit visant une personne reliée constitue une opération avec une personne reliée (article 1.1 du Règlement 61-501, à l'élément (l) de la définition de « related party transaction »).

reliée à une opération qui constitue une opération de fermeture par rapport à cette dernière ou en constituerait une par rapport à elle⁵⁶⁹. Notons aussi que certaines opérations, bien qu'elles puissent constituer *a priori* des opérations avec des personnes liées, sont exemptées par le Règlement Q-27⁵⁷⁰.

3.4.2. Les obligations requises :

Les obligations imposées par le Règlement Q-27 pour les opérations avec des personnes liées sont à trois niveaux. Tout d'abord, une particularité de ce type d'opération est que, d'une part, un communiqué de presse doit être diffusé et que, d'autre part, une déclaration de changement important doit être déposée auprès de l'AMF et des autres ACVM le cas échéant⁵⁷¹. Ensuite, une évaluation doit aussi être préparée⁵⁷². Toutefois, à la différence de l'OPA faite par un initié, la formation d'un comité indépendant du conseil d'administration pour choisir

⁵⁶⁹ À l'exception du cas de l'élément e) de la définition d'« opération de fermeture » de l'article 1.1 du Règlement Q-27.

⁵⁷⁰ Ces exceptions édictées à l'article 5.1 du Règlement Q-27 sont notamment les suivantes : (i) la compagnie est une société fermée; (ii) l'émetteur est un organisme de placement collectif; (iii) moins de 50 porteurs résident au Québec et possèdent moins de 2 % des titres de chaque catégorie de titres touchés; (iv) dans le cas d'une fusion verticale entre un émetteur et une de ses filiales ou d'une fusion horizontale entre des filiales de l'émetteur. Voir par exemple le dossier *Acquisition Shire Inc.* dans (2004) 1 B.A.M.F. № 46; (v) il s'agit d'une opération de fermeture réalisée conformément à la partie 4 du Règlement Q-27 ou exemptée en vertu des exceptions a) à e) de la définition d'« opération de fermeture » du Règlement Q-27 (*supra*, section 3.3) et article 2.6 de l'Instruction complémentaire Q-27). Voir, par exemple, le dossier *PanCanadian Petroleum Limited*, (2001) 32 B.C.V.M. № 42; (vi) l'opération fait partie d'une série d'opérations connexes que l'émetteur ou un prédécesseur de celui-ci a négociées sans lien de dépendance avec une personne qui est devenue une personne reliée seulement par suite de l'une des opérations faisant partie de la série d'opérations connexes; (vii) l'opération est convenue par l'émetteur ou un prédécesseur de l'émetteur au plus tard à la date à laquelle l'émetteur est devenu un émetteur assujéti et l'émetteur est tenu de mener à terme et mène effectivement à terme l'opération conformément, pour l'essentiel, aux conditions convenues et généralement indiquées au moment où il a été convenu de procéder à l'opération ou par la suite jusqu'à la date à laquelle l'émetteur est devenu un émetteur assujéti; (viii) l'opération a été annoncée avant le 15 décembre 2000; (ix) l'opération constitue l'émission ou le transfert, par un émetteur, de titres au moment de l'exercice, par un porteur, d'un droit d'achat, de conversion, d'échange ou de rachat au gré du porteur précédemment accordé par l'émetteur, droit qui est rattaché à une catégorie de titres pour laquelle il existe un marché organisé, et l'émetteur est tenu de mener à terme l'opération; (x) l'opération constitue le placement de titres d'un émetteur fait avec une personne reliée par rapport à l'émetteur pour l'unique raison que la personne intéressée dans le placement intervient à titre de preneur ferme. Finalement, notons que les personnes assujéties aux parties IX et XI de la *Loi sur les sociétés de prêt et de fiducie*, L.R.C. 1991, ch. 45, à la partie XI de la *Loi sur les banques*, L.R.C. 1991, ch. 46 et à la partie XI de la *Loi sur les sociétés d'assurance*, L.R.C. 1991, ch. 47 sont exclus du régime du Règlement Q-27 sur les opérations avec des personnes liées (voir l'article 5.1 du Règlement Q-27).

⁵⁷¹ Voir les articles 73 LVMQ et 75 LVMO. L'émetteur doit alors déposer la déclaration de changement important auprès de toutes les autres ACVM où il est un émetteur assujéti. L'article 5.2 du Règlement Q-27 énonce les éléments devant se retrouver dans la déclaration de changement important. Notons également que l'émetteur doit envoyer à tout porteur de titres, sur demande et sans frais, une copie de toute déclaration de changement important établie à l'égard d'une opération avec une personne reliée (article 5.3 du Règlement Q-27).

⁵⁷² *Supra*, section 3.1.2. Voir l'article 5.5 du Règlement Q-27. Notons aussi que la « personne intéressée » dans le cas d'une opération avec une personne liée réfère à toute personne reliée par rapport à l'émetteur qui est partie à l'opération ou qui y est impliquée.

l'évaluateur et superviser la conduite de l'évaluation est facultative. En outre, tout comme pour les opérations de fermeture, une approbation des porteurs minoritaires est requise⁵⁷³. Finalement, l'émetteur doit convoquer une assemblée des porteurs de titres touchés et leur envoyer une circulaire de sollicitation de procurations⁵⁷⁴.

3.4.3. Les dispenses⁵⁷⁵ :

Pour ce qui est de l'obligation d'évaluation, le Règlement Q-27 propose une myriade de dispenses⁵⁷⁶ si les faits afférents à la demande d'exemption sont indiqués, à la fois dans la déclaration de changement important et dans la circulaire de sollicitation de procurations⁵⁷⁷. Ainsi, un émetteur qui est tenu de préparer une évaluation peut bénéficier d'exonérations dans les cas suivants : (i) si l'opération n'est pas une fusion ou un arrangement et que son objet a une juste valeur marchande ou une contrepartie ne dépassant pas 25 %⁵⁷⁸ de la capitalisation boursière de l'émetteur⁵⁷⁹; (ii) si l'opération se fait dans le cours normal des affaires de l'entreprise et est soit un achat soit une vente de stocks composés de biens meubles aux termes d'une entente approuvée par le conseil d'administration de l'émetteur et dont l'existence est rendue publique⁵⁸⁰; (iii) si l'opération consiste en un placement de droits auprès des porteurs de titres touchés⁵⁸¹, en un dividende versé

⁵⁷³ Article 5.7 du Règlement Q-27. *Supra*, section 3.3.2 pour une discussion sur les éléments entourant l'obligation d'obtenir l'accord des actionnaires minoritaires.

⁵⁷⁴ Voir l'article 5.4 du Règlement Q-27 et la note 551 pour une énumération des informations devant se retrouver dans la circulaire de sollicitation de procurations.

⁵⁷⁵ *Supra*, note 507. Voir aussi l'article 3.1 de l'Instruction complémentaire Q-27.

⁵⁷⁶ Voir l'article 5.6 du Règlement Q-27 pour une description *in extenso* de ses dispenses.

⁵⁷⁷ *Supra*, section 3.4.2.

⁵⁷⁸ Si cette valeur ne peut pas aisément être déterminée, le conseil d'administration de l'émetteur, en agissant de bonne foi, détermine que cette opération ne dépasse pas 25 % de sa capitalisation boursière.

⁵⁷⁹ Il en est de même, dans un contexte de fusion ou d'arrangement, si une opération, ne dépassant pas 25 % de la capitalisation boursière de l'émetteur (voir la définition de « capitalisation boursière » à l'article 1.1 du Règlement Q-27), intervient entre ce dernier ou une de ses filiales en propriété exclusive et une personne intéressée dans laquelle l'émetteur possède une position supérieure à 20 % dans son capital-actions, sans tenir compte de la participation d'une entité faisant partie du même groupe que l'émetteur qui n'est pas une filiale de ce dernier. Voir le dossier *General Motors Corporation*, (2002) 33 B.C.V.M. № 26. Voir également l'article 2.8(2)(3) de l'Instruction complémentaire Q-27. En outre, suite aux modifications de juin 2004 du Règlement 61-501, pour déterminer la valeur de la capitalisation boursière, il faut maintenant prendre en compte la valeur totale de toutes les opérations associées. En vertu de cette dispense, le Législateur est d'avis que la valeur « minimale » de la transaction ne légitimise pas un encadrement réglementaire accru. Finalement, notons que cette exemption est très fréquemment utilisée en pratique. Voir, par exemple, la dispense accordée dans le dossier *Groupe TVA Inc.* (2005) 2 B.A.M.F. № 32.

⁵⁸⁰ Il en est de même si l'opération est une location de biens immeubles ou meubles aux termes d'une entente prévoyant des conditions commerciales raisonnables qui, dans leur ensemble, ne sont pas moins avantageuses pour l'émetteur que les conditions qui auraient été prévues si la location avait été conclue avec une personne traitant sans lien de dépendance avec l'émetteur et que son existence avait été rendue publique. La transaction, s'effectuant dans le cours normal des affaires de la compagnie, le Législateur considère que le potentiel d'abus est plus faible.

⁵⁸¹ Qui sont traités de la même façon que tous les autres porteurs au Canada.

en espèces ou en titres de l'émetteur, ou en un dividende en nature aux porteurs de titres touchés, une distribution d'éléments d'actifs de l'émetteur directement ou indirectement aux porteurs de titres touchés, ou une restructuration d'une ou de plusieurs catégories de titres touchés de l'émetteur à laquelle les points précédents de l'énumération ne s'appliquent pas⁵⁸²; (iv) lorsqu'une personne intéressée⁵⁸³ exerce une emprise sur des titres de l'émetteur lui assurant moins de droits de vote que l'emprise d'un autre porteur qui exerce une influence importante sur le contrôle de l'émetteur et qui, à l'égard de l'opération n'est pas également une personne intéressée à l'opération, traite sans lien de dépendance avec la personne intéressée, est en faveur de l'opération et est traité de la même façon que tous les autres porteurs au Canada de titres touchés⁵⁸⁴; (v) si l'opération est soumise à l'approbation du tribunal en vertu notamment de la LFI ou la LACC et que celui-ci n'exige pas le respect du Règlement Q-27⁵⁸⁵; (vi) si l'émetteur est insolvable ou en difficulté financière grave et l'opération vise à améliorer la situation financière de ce dernier⁵⁸⁶; (vii) si une opération intervient entre un émetteur et une ou plusieurs de ses filiales en propriété exclusive ou entre deux ou plusieurs filiales en propriété exclusive de l'émetteur ou entre un émetteur qui est, directement ou indirectement, une filiale en propriété exclusive d'un autre émetteur et cet émetteur, dans la mesure où ces opérations se font à l'exclusion de tout autre personne⁵⁸⁷; (viii) si le point (vii) ne s'applique pas, une opération qui intervient entre un émetteur et une personne intéressée⁵⁸⁸ dans laquelle l'émetteur détient une position supérieure à 20 % dans son capital-actions⁵⁸⁹; (ix) lorsque l'opération constitue soit un prêt, la mise sur pied d'une facilité de crédit ou une avance dans le cadre d'une facilité de crédit⁵⁹⁰ pour autant que certaines conditions soient remplies⁵⁹¹; (x) si l'opération est une

⁵⁸² Cette dispense vise à octroyer une certaine flexibilité à l'entreprise lors de la remise de capitaux aux actionnaires. Voir, par exemple, le dossier *Northgate Exploration Limited*, (2001) 33 B.C.V.M. N° 10.

⁵⁸³ *Supra*, note 572.

⁵⁸⁴ On considère alors que le porteur ayant l'emprise plus importante peut freiner les situations empreintes d'abus. Voir par exemple l'affaire *MacDonald Oil Exploration Ltd.*, (2002) 33 B.C.V.M. N° 22.

⁵⁸⁵ Voir notamment le dossier *Microcell Télécommunications Inc.* dans (2003) 34 B.C.V.M. N° 17.

⁵⁸⁶ Le conseil d'administration de l'émetteur, agissant de bonne foi, détermine que l'émetteur est insolvable ou en difficulté financière grave, que l'opération vise à améliorer la situation financière de l'émetteur et que les conditions de l'opération sont raisonnables compte tenu de la situation de l'émetteur. Pour ce faire, au moins les deux tiers des administrateurs indépendants de l'émetteur doivent être de cet avis. Voir par exemple le dossier *Hemosol Inc.* dans (2004) 1 B.A.M.F. N° 10.

⁵⁸⁷ Cette dispense a pour objectif de faciliter les réorganisations structurelles à l'intérieur des compagnies.

⁵⁸⁸ *Supra*, note 572.

⁵⁸⁹ Sans tenir compte de la participation d'une entité faisant partie du même groupe que l'émetteur qui n'est pas une filiale de ce dernier. Voir l'article 5.6(10) du Règlement Q-27 pour plus d'information sur cette dispense.

⁵⁹⁰ Il en est de même s'il s'agit d'un paiement en espèces effectué par l'émetteur à cette personne intéressée aux termes du prêt ou de la facilité de crédit.

⁵⁹¹ Pour ce faire, le financement doit être (i) obtenu d'une personne intéressée (*supra*, note 572) selon des conditions commerciales raisonnables qui ne sont pas moins avantageuses pour lui que s'il l'avait obtenu d'une personne traitant

fusion légale entre l'émetteur ou une filiale en propriété exclusive de celui-ci et une personne intéressée⁵⁹² qui est réalisée en totalité ou en partie à l'avantage d'une autre personne reliée⁵⁹³ dans la mesure où certains éléments sont rencontrés⁵⁹⁴; (x) si la juste valeur marchande de l'objet de l'opération ou de la contrepartie sont en deça de 500 000 \$⁵⁹⁵; (xi) lorsque l'opération comprend un placement par un émetteur de ses titres auprès d'une personne intéressée en contrepartie d'espèce dans la mesure où les titres sont inscrits depuis au moins 12 mois à la Bourse de Toronto ou à la Bourse de croissance TSX, qu'il existe un marché liquide, que l'émetteur et la personne intéressée ne disposent d'aucune information importante encore inconnue du public au sujet de l'émetteur ou de ses titres⁵⁹⁶ et que le document d'information relatif à l'opération avec la personne reliée⁵⁹⁷ donne une description de l'effet de ce placement sur la participation directe ou indirecte de la personne intéressée dans les titres comportant droit de vote de l'émetteur; (xii) si l'élément faisant l'objet de l'opération avec une personne reliée a été acquis par l'émetteur⁵⁹⁸, dans le cadre d'une opération

avec lui sans lien de dépendance; (ii) il ne donne pas droit d'obtenir, directement ou indirectement, par conversion ou par échange, des titres de participation ou des titres comprenant droit de vote de l'émetteur ou d'une filiale de celui-ci, et il n'est pas autrement de nature participante ou accompagné de droits permettant d'acquérir des titres de participation ou comportant droit de vote de l'émetteur ou d'une filiale de celui-ci; (iii) ni le principal ni les intérêts ne sont payables, directement ou indirectement, en titres de participation ou en titres comportant droit de vote de l'émetteur ou d'une filiale de celui-ci. Voir, par exemple, le dossier *Groupe Tolgeco Inc.*, (2002) 33 B.C.V.M. No 22. Le but de cette dispense est évidemment de faciliter le financement des sociétés.

⁵⁹² *Supra*, note 572.

⁵⁹³ *Supra*, note 511.

⁵⁹⁴ (i) L'opération n'a pas ni n'aura d'incidences fiscales ou autres défavorables pour l'émetteur, une société issue de la fusion ou les porteurs des titres touchés en général, (ii) aucune responsabilité actuelle ou éventuelle importante de la personne intéressée avec laquelle l'émetteur ou la filiale en propriété exclusive de celui-ci fusionne ne sera assumée par l'émetteur, la filiale en propriété exclusive de l'émetteur ou un successeur de l'émetteur, (iii) la personne reliée convient d'indemniser l'émetteur à raison de toute responsabilité de la personne intéressée avec laquelle l'émetteur ou une filiale en propriété exclusive de celui-ci fusionne, (iv) après l'opération, la nature et l'étendue des titres de participation qu'auront les porteurs de titres touchés dans l'entité issue de la fusion seront les mêmes que celles de leur participation dans l'émetteur avant l'opération, et la valeur des titres de participation ne sera pas inférieure à celle de leur participation dans l'émetteur avant l'opération, (v) la personne reliée assume tous les frais se rapportant à l'opération ou en découlant. Compte tenu de l'encadrement prévu par ces conditions, le Législateur est d'opinion que les probabilités d'abus sont faibles.

⁵⁹⁵ Si cette valeur ne peut pas facilement être déterminée, le conseil d'administration de l'émetteur, en agissant de bonne foi, détermine que cette opération ne dépasse pas 500 000 \$. Évidemment, le Législateur, en raison de la petitesse de l'opération, ne considère pas approprié d'assujettir la transaction à un fardeau réglementaire additionnel. Suite aux modifications de juin 2004 du Règlement 61-501, cette dispense d'évaluation n'est plus disponible. Par contre, une nouvelle exemption plus générale pour les émissions de titres nouvellement émis à une personne reliée contre espèce, si aucune partie n'a connaissance d'une information importante non divulgués, est maintenant introduite (article 5.5(4) du Règlement 61-501).

⁵⁹⁶ Le document d'information (*infra*, note 597) relatif à l'opération avec une personne reliée doit d'ailleurs comprendre une déclaration en ce sens.

⁵⁹⁷ C'est-à-dire la circulaire de sollicitation de procurations envoyées aux porteurs de titres touchés, ou, dans le cas où la circulaire n'est pas exigée, tout autre document transmis aux porteurs de titres touchés à l'occasion d'une assemblée des porteurs de titres touchés, ou dans le cas où ni la circulaire ni un autre document ne sont exigés, la déclaration de changement important déposée à l'égard de l'opération.

⁵⁹⁸ Ou une personne intéressée.

antérieure conclue avec une personne agissant sans lien de dépendance⁵⁹⁹ au cours des 12 mois précédant l'opération⁶⁰⁰; (xiii) lorsque l'émetteur est un fonds d'investissement dont les titres ne sont pas rachetables⁶⁰¹. Abordons maintenant les dispenses possibles afin de s'exonérer de l'obligation de demander l'approbation des porteurs minoritaires⁶⁰². De la même manière que pour les dispenses d'évaluation que nous venons d'énumérer, l'émetteur n'est pas tenu de procéder au vote des actionnaires minoritaires si la juste valeur marchande de l'opération ne dépasse pas 25 % de la capitalisation boursière de l'émetteur⁶⁰³, l'opération est dans le cours normal des affaires⁶⁰⁴, l'opération est au prorata⁶⁰⁵, l'opération est avec un actionnaire contrôlant sans lien de dépendance⁶⁰⁶, il y a faillite, insolvabilité, réorganisation ou des difficultés financières⁶⁰⁷, l'opération est avec une filiale en propriété exclusive⁶⁰⁸, l'opération est avec une personne intéressée impliquant une autre personne reliée⁶⁰⁹, il s'agit d'un prêt à des conditions commerciales⁶¹⁰ ou d'une fusion sans effet défavorable sur l'émetteur ou les porteurs minoritaires⁶¹¹. En outre, tout comme pour l'opération de fermeture, l'émetteur peut se libérer du vote des porteurs minoritaires pour une catégorie de titres touché par l'opération si une ou plusieurs personnes intéressées possèdent dans cette catégorie une participation égale ou supérieure à 90 % des titres en circulation au moment de

⁵⁹⁹ Article 1.4 du Règlement Q-27.

⁶⁰⁰ Un évaluateur qualifié et indépendant par rapport à toutes les personnes intéressées à l'opération (au sens de l'article 6.1 du Règlement Q-27) doit alors fournir une opinion écrite selon laquelle, une fois apportés les rajustements, le cas échéant, que l'évaluateur juge appropriés selon son jugement professionnel, (i) ou bien la valeur de la contrepartie payable par l'émetteur pour l'élément faisant l'objet de l'opération avec une personne reliée ne dépasse pas celle de la contrepartie payée par la personne intéressée dans le cadre de l'opération sans lien de dépendance antérieure, (ii) ou bien la valeur de la contrepartie que doit toucher l'émetteur pour l'élément faisant l'objet de l'opération avec une personne reliée n'est pas inférieure à celle de la contrepartie payée par l'émetteur dans le cadre de l'opération sans lien de dépendance antérieure. Le fondement de cette dispense est que l'acquisition était faite dans un but simplement de revente.

⁶⁰¹ Finalement, notons qu'en vertu de l'Instruction générale 41-601Q, « Les sociétés de capital de démarrage », (2002) 33 B.C.V.M.Q. N° 43, une société de capital de démarrage, au sens de la Bourse de croissance TSX (Politique 2.4 du Guide TSX croissance), est dispensée, lors de placements privés conclus avec une personne reliée, de l'obligation de procéder à une évaluation selon le Règlement Q-27. Cette dispense a été introduite, du côté ontarien, directement dans le Règlement 61-501 lors des modifications de juin 2004. (article 5.5(3) du Règlement 61-501). Depuis ces mêmes modifications, tout comme pour le cas de l'opération de fermeture, ce ne sont pas toutes les opérations avec des personnes reliées qui seront assujetties aux exigences d'évaluation (*supra*, note 539 *in fine*).

⁶⁰² Avant tout, pour que ces dispenses puissent être utilisées, il faut que les faits sur lesquels elles se fondent soient indiqués dans la déclaration de changement important et dans la circulaire de sollicitation de procurations (*supra*, section 3.4.2).

⁶⁰³ *Supra*, point (i) de notre discussion sur les dispenses d'évaluation dans le cas d'une opération avec une personne liée.

⁶⁰⁴ *Supra*, note 603 au point (ii).

⁶⁰⁵ *Supra*, note 603 au point (iii).

⁶⁰⁶ *Supra*, note 603 au point (iv).

⁶⁰⁷ *Supra*, note 603 aux points (v) et (vi).

⁶⁰⁸ *Supra*, note 603 au point (vii).

⁶⁰⁹ *Supra*, note 603 au point (viii).

⁶¹⁰ *Supra*, note 603 au point (ix). Notons que cette dispense n'empêche pas l'émission contemporaine de bons de souscription selon la CVMO.

⁶¹¹ *Supra*, note 603 au point (x).

l'opération avec la personne reliée dans la mesure où les porteurs de titres de la catégorie visée peuvent bénéficier d'un droit de dissidence⁶¹².

⁶¹² *Supra*, section 3.3.3. En vertu des modifications de juin 2004 du Règlement 61-501, une dispense à l'égard de l'approbation des porteurs minoritaires est disponible pour les émissions de titres d'au plus 2,5 millions de dollars (y compris la valeur des opérations associées) à des personnes reliées, à la condition que les émissions soient approuvées par au moins 2/3 des administrateurs indépendants (qui ne sont pas des employés). Cette dispense n'est disponible que pour les émetteurs qui ne sont pas inscrits à la Bourse de Toronto, au NYSE, à l'AMEX, au NASDAQ (y compris à la fois sur le marché national et sur celui à petite capitalisation) ou à une bourse à l'extérieur à la fois du Canada et des États-Unis. (article 5.7(1) du Règlement 61-501).

4. ACTUALISATION DU TRAITEMENT DES PORTEURS MINORITAIRES⁶¹³

4.1. La gouvernance des sociétés par actions publiques⁶¹⁴ :

4.1.1. Le rôle général du conseil d'administration⁶¹⁵ :

Le conseil d'administration⁶¹⁶, pierre d'assise de la gouvernance d'entreprise⁶¹⁷, est l'organe corporatif ayant pour rôle d'administrer les affaires de la société, comme le prévoit l'article 102(1) LCSA⁶¹⁸ :

Sous réserve de toute convention unanime des actionnaires⁶¹⁹, les administrateurs gèrent les activités commerciales et les affaires internes de la société ou en surveillent la gestion⁶²⁰

⁶¹³ Cette partie du mémoire est à jour en date du 8 août 2006. L'objectif de cette dernière partie est de pousser l'analyse déjà entreprise un peu plus loin en se demandant si les règles de gouvernance et l'activisme de l'actionnariat font en sorte de relever la protection des porteurs minoritaires de titres. Loin de nous, toutefois, l'intention de circonscrire ces sujets de façon exhaustive. Nous nous proposons plutôt d'entreprendre une discussion sommaire de ces thèmes avec comme toile de fond un questionnement sur la protection des actionnaires minoritaires.

⁶¹⁴ Pour pousser l'étude sur le sujet plus loin, nous recommandons aux lecteurs de se référer notamment à Thierry Dorval, *Governance of Publicly Listed Corporation*, Toronto, LexisNexis Butterworths, 2005, Martel, *supra* note 173, aux pp. 23-1 et ss, R. Crête & S. Rousseau, *Droit des sociétés par actions*, *supra*, note 316, aux pp. 395 et ss, K.P. McGuiness, *The Law and Practice of Canadian Business Corporations*, Toronto, Butterworths, 1999 et à Y. Lauzon, « La perception judiciaire des devoirs des administrateurs de personnes morales : quel progrès? », Service de la formation permanente, Barreau du Québec, *Développements récents en droit commercial*, Cowansville, Yvon Blais, 1998, 151.

⁶¹⁵ Les devoirs des administrateurs aux États-Unis sont semblables, à plusieurs égards, à ceux des administrateurs au Canada. Voir, par exemple la décision *Cede & Co. c. Technicolor, Inc.*, 634 A.2d 345 (Del. 1993). Pour avoir plus d'informations sur le sujet, se référer à M. Bender, *Liability of Corporate Officers and Directors*, 7^e éd., New-York, LexisNexis, 2002.

⁶¹⁶ Les articles 102(2) LCSA et 115(2)(3) OBCA requièrent que le conseil d'administration des sociétés par actions publiques comprenne un minimum de trois administrateurs dont deux, au moins, ne sont pas dirigeants ou employés de la société ou des personnes morales de son groupe. Comme il a été démontré par plusieurs auteurs en politique et en psychologie (notamment par l'entremise du théorème de Condorcet), le phénomène de l'agrégation des opinions individuelles favorise l'avènement de décisions collectives raisonnables, responsables et rationnelles. D'où l'intérêt que les décisions à l'intérieur d'une entreprise se fassent par l'entremise d'un groupe d'individus plutôt qu'à partir d'une seule personne. Voir à ce sujet B. I. Page & R. Y. Shapiro, *The Rational Public: Fifty Years of Trends in Americans' Policy Preferences*, Chicago, University of Chicago Press, 1992, un ouvrage incontournable sur le phénomène de la collectivation des opinions individuelles. En outre, bien que cette théorie soit nuancée par l'ouvrage de S. L. Althaus, *Collective Preferences in Democratic Politics*, Cambridge, Cambridge University Press, 2003, qui évoque que l'agrégation ne règle pas le problème du manque d'information des intervenants, nous considérons que cette rhétorique ne peut pas s'appliquer dans un contexte corporatif (à la différence d'un contexte politique) en raison notamment du fait que les administrateurs doivent être informés adéquatement (et le sont généralement) pour remplir leur rôle au sein du conseil d'administration (*supra*, section 4.1.1.2). Finalement, notons, toutefois, qu'à l'inverse, un conseil d'administration comptant un trop grand nombre de membres ne sera pas nécessairement plus efficace comme le rappelle S.M. Bainbridge, « Why a Board? Group Decisionmaking in Corporate Governance », (2002) 55 Vand. L. Rev. 1, à la p. 44.

⁶¹⁷ Pour une discussion sur la gouvernance d'entreprise, *supra*, section 4.1.3. Cette conceptualisation de la notion de conseil d'administration dans I. Millstein, « The Professional Board », (1995) 50 Bus. Law. 1457 à la p. 1458 illustre bien le fait que le conseil d'administration est la base de la gouvernance d'entreprise : « In a free market system, the board of directors should be an oversight mechanism responsible for monitoring management and providing accountability to shareholders, while allowing managers the freedom they need to run the business ».

⁶¹⁸ La personne morale, fiction juridique, se doit, à la différence de la personne physique, d'agir par le biais d'un organe servant d'intermédiaire entre la compagnie et les divers intervenants à son activité corporative.

⁶¹⁹ Évidemment, dans le contexte d'une société par actions publique, la formation d'une convention unanime des actionnaires est utopique compte tenu de la masse de l'actionnariat (*supra*, note 2).

⁶²⁰ Voir également les articles 123.72 LCQ et 115(1) OBCA.

Les administrateurs⁶²¹ sont également tenus d'agir personnellement. Ils ne peuvent donc pas, en principe, sous-déléguer leurs pouvoirs⁶²². La loi permet toutefois deux exceptions à cette règle dans le cas d'une délégation de pouvoir aux dirigeants⁶²³ de la société et dans l'alternative où l'entreprise juge à propos la formation de certains comités spécialisés⁶²⁴. Dans un contexte impliquant des sociétés par actions publiques, l'ampleur et la complexité de la gestion de ces entreprises impliquent nécessairement la nomination de dirigeants et la formation de divers comités afférents au conseil d'administration pour régir certains domaines particuliers⁶²⁵. Par contre, cette délégation de pouvoir ne fait pas en sorte de libérer les administrateurs de leurs obligations envers la société⁶²⁶. Ainsi, à travers leur rôle de « gestionnaire »⁶²⁷, les membres du conseil d'administration doivent toujours respecter deux devoirs⁶²⁸ :

⁶²¹ Notons que seule une personne physique peut être administrateur (105(1)c) LCSA, 118(1)c) OBCA, 123.73 LCQ et 304 C.c.Q.). De plus, bien qu'une analyse de cette question soit au-delà du présent mémoire, il est erroné de qualifier l'administrateur comme étant, d'un point de vue civiliste, un mandataire (bien que les articles 123.83 LCQ et 321 C.c.Q. l'édicent expressément) ou, selon une perspective de common law, un fiduciaire. Comme l'avance Martel, *supra* note 173 aux pp. 22-1 et ss, il est préférable de puiser dans les diverses notions afférentes à ces deux institutions juridiques afin de circonscrire les fondements du rôle d'administrateurs. À cet effet, l'auteur qualifie la notion d'administrateur comme étant un concept hybride. Voir également R. Crête & S. Rousseau, *Droit des sociétés par actions*, *supra*, note 316, aux pp. 446 et ss et Y. Lauzon, « La perception judiciaire des devoirs des administrateurs de personnes morales : quel progrès? », *supra*, note 614, aux pp. 152 et ss. Finalement, notons, qu'à la différence des actionnaires (*supra*, note 2), l'administrateur ne peut pas engager d'avance son vote, à propos d'une décision qui relève de sa gestion, en raison du fait qu'il doit agir en tout temps dans l'intérêt de la compagnie.

⁶²² Partant, la maxime *delagatus non potest delegare* trouve application en droit des sociétés comme l'avance, entre autre, l'affaire *Monarach Life Assurance Co. c. Biophy*, (1970) 14 O.L.R. 1.

⁶²³ *Supra*, note 476. On pense notamment au chef de la direction (« chief executive officer ») et au directeur financier (« chief financial officer »). Pour une analyse fort intéressante sur les fondements de la « passivité » du conseil d'administration face à la direction d'une entreprise, voir A. Alexander, R. Sorell & G. B. Cowper-Smith, « The Relationship Between Management and the Board : are Directors too Passive to Supervise Management? », dans *The 8th Queen's Annual Business Law Symposium*, Toronto, Carswell, 2001, 155.

⁶²⁴ 115(1), 121 LCSA, 89(4), 91(2)d), 92 LCQ et 127(1), 133 OBCA. Voir également l'article 312 C.c.Q. De plus, certaines décisions doivent toujours être prises par le conseil d'administration, notamment la déclaration d'un dividende, l'émission de valeurs mobilières, l'approbation des états financiers, etc (115(3) LCSA et 127(3) OBCA).

⁶²⁵ Les sociétés forment généralement un comité de vérification, de nomination et de régie d'entreprise et de ressources humaines et de compensation. Certaines compagnies considèrent aussi appropriée la création d'un comité pour les régimes de retraite, l'environnement et la sécurité et pour la gestion de l'information continue. Pour de plus amples informations sur ces comités et leur rôle respectif, voir, Thierry Dorval, *Governance of Publicly Listed Corporation*, *supra*, note 614, aux pp. 132 et ss, particulièrement les annexes B à F. Finalement, notons que la formation d'un comité de vérification est obligatoire pour une société ayant fait un appel public à l'épargne (*supra*, note 331) en vertu des articles 171(1) LCSA et 158(1) OBCA et que la formation des comités de nomination et de rémunération sont recommandés par l'*Instruction générale 58-201 relative à la gouvernance*, (2005) 2 B.A.M.F. № 15 (ci-après « IG 58-201 ») aux articles 3.10 et 3.15.

⁶²⁶ Voir à ce sujet l'affaire *In Re Standard Trustco Ltd.*, (1992) 6 B.L.R. (2d) 241 (CVMO).

⁶²⁷ Dans le contexte d'une société par actions publiques, ce sont plutôt les dirigeants, nommés par le conseil d'administration, qui s'occupent de la gestion de la compagnie sur une base quotidienne tandis que les administrateurs, de leur côté, s'occupent de surveiller cette gestion.

⁶²⁸ Notons que les administrateurs et les dirigeants doivent également agir dans les limites de leurs pouvoirs, tout en respectant les diverses lois qui leur sont applicables, l'acte constitutif et les règlements (122(2) LCSA, 134(2) OBCA et 321 C.c.Q.).

Les administrateurs et les dirigeants doivent, dans l'exercice de leurs fonctions, agir :

- a) avec intégrité et bonne foi au mieux des intérêts de la société;
- b) avec le soin, la diligence et la compétence dont ferait preuve, en pareils circonstances, une personne prudente⁶²⁹.

4.1.1.1. Le devoir d'honnêteté et de loyauté⁶³⁰ :

Ce premier devoir des administrateurs d'agir avec intégrité et de bonne foi au mieux des intérêts de la société constitue un devoir fiduciaire⁶³¹. La notion d'obligation fiduciaire se caractérise essentiellement par les éléments suivants : (1) le fiduciaire peut exercer un certain pouvoir discrétionnaire, (2) il peut unilatéralement exercer ce pouvoir discrétionnaire de manière à avoir un effet sur les intérêts juridiques ou pratiques du bénéficiaire et, finalement, (3) le bénéficiaire est particulièrement vulnérable ou à la merci du fiduciaire qui détient le pouvoir discrétionnaire⁶³². Comme l'avance la Cour suprême dans la décision *Lac Minerals Ltd*⁶³³, ce concept s'applique également aux administrateurs d'une compagnie. En précisant les éléments sous-jacents à ce devoir des administrateurs, la Cour suprême réitère cette position en 2004⁶³⁴ :

⁶²⁹ 122(1) LCSA et 134(1) OBCA et 322 C.c.Q. On peut également résumer le rôle du conseil d'administration envers la direction d'une entreprise, et selon la perspective du chef de la direction, de la manière suivante : « What a CEO really expects from a board is good advice and counsel, both of which will make the company stronger and more successful; support for those investments and decisions that serve the interests of the company and its shareholders; and warnings in those cases in which investments and decisions are not beneficial to the company and its stakeholders » (*The Economist*, 21 janvier 2003, page 61). Cette citation provient toutefois de Kenneth Lay, l'ancien chef de la direction de Enron Corporation (*infra*, section 4.1.3). Comme quoi, certaines personnes ne mettent pas toujours en application ce qu'elles disent...

⁶³⁰ 122(1)a) LCSA et 322 C.c.Q. Pour une analyse de ce devoir dans une perspective québécoise, voir P. Martel, « Les devoirs de loyauté des administrateurs de sociétés par actions fédérales - impact du Code civil du Québec », (2001) 61 R. du B. 323.

⁶³¹ Dans la pratique, bien qu'on qualifie fréquemment les deux devoirs énoncés à l'article 122(1) LCSA de devoirs fiduciaires, seulement le devoir d'honnêteté et de loyauté peut être réellement intitulé ainsi. Il s'agit en fait d'une codification du droit anglo-saxon en matière de devoirs fiduciaires. Pour une introduction sommaire sur la notion de devoir fiduciaire (« fiduciary duty ») de la common law, voir Martel, *supra* note 173 aux pp. 23-28.2 et ss. Pour un traité exhaustif sur le sujet, voir M.V. Ellis, *Fiduciary Duties in Canada*, feuilles mobiles, Toronto, Carswell, 2002. Finalement, notons que la Cour suprême, dans l'affaire *Peoples* (*supra*, note 210 à la p. 476), en prenant bien garde de ne pas vouloir introduire une certaine confusion sur le sujet, édicte toutefois que cette notion est mieux décrite par l'expression « devoir de loyauté ».

⁶³² *Frame c. Smith*, [1987] 2 R.C.S. 99 à la p. 136. Voir également *K.L.B. c. Colombie-Britannique*, [2003] 2 R.C.S. 403.

⁶³³ *Lac Minerals Ltd. c. International Corona Resources*, [1989] 2 R.C.S. 574 à la p. 644.

⁶³⁴ Par souci de concision et également en raison du fait que l'essence de ce mémoire ne soit pas une analyse du rôle des administrateurs au sein d'une entreprise, il ne sera pas question ici des éléments favorisant le respect de l'obligation d'honnêteté et de loyauté des administrateurs (c'est-à-dire les notions d'indépendance, de confidentialité et de conflit d'intérêts). Nous référons le lecteur notamment à Thierry Dorval, *Governance of Publicly Listed Corporation*, *supra*, note 614,

En vertu de l'obligation fiduciaire prévue par la loi, les administrateurs et les dirigeants doivent agir avec intégrité et de bonne foi au mieux des intérêts de la société. Ils doivent respecter la confiance qui leur a été accordée et gérer les actifs qui leur sont confiés de manière à réaliser les objectifs de la société. Ils doivent éviter les conflits d'intérêts⁶³⁵ avec la société. Ils ne doivent pas profiter du poste qu'ils occupent pour tirer un avantage personnel. Ils doivent préserver la confidentialité des renseignements auxquels leurs fonctions leur donnent accès. Les administrateurs et les dirigeants doivent servir la société de manière désintéressée et avec loyauté⁶³⁶ et intégrité⁶³⁷.

Maintenant, qu'en est-il de l'expression « au mieux des intérêts de la société » édictée au paragraphe (a) de l'article 122(1) LCSA?⁶³⁸ Force nous est de constater que cette question a laissé couler beaucoup d'encre en droit canadien au cours des dernières années. Dans ce débat, deux visions s'affrontent⁶³⁹. D'une part, certains avancent que l'intérêt de la société est équivalent à celui des actionnaires, fournisseurs de capitaux et véritables bénéficiaires de l'activité corporative⁶⁴⁰. D'autre part, une autre approche, plus moderne⁶⁴¹, abonde plutôt dans le sens que l'intérêt de la société est la somme de celui de toutes les parties prenantes à son activité corporative⁶⁴². La Cour

aux pp. 5 et ss, qui en fait un excellent résumé. Finalement, nous voulons soulever au passage la problématique entourant les situations où un administrateur siège à la fois au sein du conseil d'administration d'une société initiatrice et d'une société cible. Particulièrement dans le contexte canadien, où le bassin d'administrateurs potentiels pour les sociétés par actions publiques est limité, cette question est importante et soulève plusieurs interrogations en pratique. Ce sujet gagnerait alors à être étudié plus en détails lors de recherches futures de la part des universitaires canadiens.

⁶³⁵ Cette obligation de ne pas être en situation de conflit d'intérêts prend sa source dans la décision *Aberdeen Railway Company c. Blaikie Brothers* [1843-1860] All E.R. Rep. 249 (H.L.).

⁶³⁶ Un très haut niveau de loyauté doit alors être respecté. Voir *Canadian Aero c. O'Malley*, [1974] R.C.S. 592, à la p. 610.

⁶³⁷ *Supra*, note 210, à la p. 477.

⁶³⁸ Nous avons touché brièvement cette question lors de notre analyse de la défense de « just say no », *supra*, section 1.1.6.2(4). Cette question avait déjà été soulevée dès 1883 dans l'affaire *Hutton c. West Cork Railway*, (1883) 23 ch. D. 654 (Ch. Div.) pour être ensuite abordée par certains universitaires dans les années 1930 dans E.M. Dodd, « For whom Are Corporate Managers Trustees? », (1932) 45 Harv. L. Rev. 1049 et A.A. Berle, « For whom Corporate Managers Are Trustees », (1933), 45 Harv. L. Rev. 1365.

⁶³⁹ Voir M. Bradley, C.A. Schipani, A.K. Sundaram & J.P. Walsh « The Purpose and Accountability of the Corporation in Contemporary Society : Corporate Governance at the Crossroads », (1999) 62 Law & Contemporary Problems 9 et M. Lizée, « Le meilleur intérêt de la société commerciale en droit anglais et comparé », (1989) 33 McGill L.J. 653.

⁶⁴⁰ On utilise les termes suivants pour définir cette conception : modèle de l'actionnaire, théorie contractuelle, théorie de la primauté des actionnaires ou théorie classique. Voir notamment les décisions *Palmer c. Carling O'Keefe Breweries of Canada Ltd.*, (1989) 67 O.R. (2d) 161 (Ont. H.C.J.), *Olympia and York Enterprises Ltd*, *supra*, note 317 et *Greenhalgh c. Ardenne Cinemas Ltd.*, [1951] Ch. 286 (C.A.) tels que cités dans R. Crête & S. Rousseau, *Droit des sociétés par actions*, *supra*, note 316, à la p. 482, note infrapaginale 242. Cette position est d'ailleurs en ligne directe avec celle préconisée par la théorie du réseau de contrats (*supra*, section 2.1.2). Pour la position dans la doctrine sur cette théorie, voir R. Crête & S. Rousseau, *Droit des sociétés par actions*, *supra*, note 316, à la p. 481, note infrapaginale 241.

⁶⁴¹ Certains pourraient voir en cette approche un penchant vers le courant doctrinal de la responsabilité sociale de la compagnie. Cette vision semble intéressante *prima facie*, mais, sans aborder le sujet directement, il nous semble illusoire de croire qu'à court ou moyen terme un tel changement sera enclenché au sein des entreprises (*supra*, note 382).

⁶⁴² On utilise les expressions théorie des parties prenantes et théorie institutionnelle pour définir cette position. Tout au long du processus judiciaire ayant mené à la décision *Peoples* (*supra*, note 210) de la Cour suprême, le professeur Rousseau s'est porté à la défense de ce postulat. Voir les articles Stéphane Rousseau, « La reconfiguration du devoir de loyauté des administrateurs de sociétés par actions : de Charybde en Scylla? », (2000) 102 R. du N. 7, Stéphane Rousseau, « The Duties of Directors of Financially Distressed Corporations : A Quebec Perspective on the Peoples Case », (2004) 39 Can. Bus. L.J. 368, Stéphane Rousseau, « Directors' Duty of Care After Peoples : Would it be Wise to Start Worrying About Liability? », (2005) 41 Can. Bus. L.J. 223. Récemment, il a réitéré sa position en discutant des répercussions de cette décision et des questions qui devront être résolues quant à son application, dans Stéphane Rousseau, « Sans frontières? Les devoirs des administrateurs de sociétés par actions à la lumière de la jurisprudence récente » [2006] 1 Cours de perfectionnement du Notariat, p. 101-157. Pour d'autres auteurs défendant cette théorie, voir notamment I. B. Lee, « People Department Stores v.

suprême dans la décision *Peoples*⁶⁴³ donne l'aval à cette dernière conceptualisation plus progressiste en s'appuyant sur l'affaire *Teck Corporation Limited*⁶⁴⁴ et en évoquant que l'intérêt de la société n'est pas *per se* uniquement celui de ses actionnaires⁶⁴⁵ :

D'un point de vue économique, l'expression « au mieux des intérêts de la société » s'entend de la maximisation de la valeur de l'entreprise. Les tribunaux reconnaissent toutefois depuis longtemps que divers autres facteurs peuvent servir à déterminer les éléments dont les administrateurs devraient tenir compte dans une gestion judicieuse au mieux des intérêts de la société [...]. Nous considérons qu'il est juste d'affirmer en droit que, pour déterminer s'il agit au mieux des intérêts de la société, il peut⁶⁴⁶ être légitime pour le conseil d'administration, vu l'ensemble des circonstances dans un cas donné, de tenir compte notamment des intérêts des actionnaires, des employés, des fournisseurs, des créanciers, des consommateurs, des gouvernements et de l'environnement⁶⁴⁷.

Partant, une approche centrée uniquement sur les besoins des actionnaires n'est plus viable. Le conseil d'administration, bien qu'il puisse tenir compte des intérêts des autres acteurs corporatifs, doit tout de même toujours garder en tête qu'il est tenu d'agir dans l'intérêt de la compagnie⁶⁴⁸, qu'il ne peut donner préséance à une des parties prenantes⁶⁴⁹ et qu'il est erroné de considérer que la compagnie est l'équivalent de l'actionnaire majoritaire⁶⁵⁰. Fort de cette

Wise and the "Best Interest of the Corporation" », (2005) 41 Can. Bus. L.J. 212, J. Sarra, « Corporate Governance reform : Recognition of Workers' Equitable Investments in the Firm », (1999) 32 Can. Bus. L.J. 383 et W. T. Allen, « Our Schizophrenic Conception of the Business Corporation », (1992) 14 Cardozo L. Rev 261.

⁶⁴³ *Supra*, note 210.

⁶⁴⁴ *Teck Corporation Ltd. c. Millar*, (1972) 33 D.L.R. (3d) 288 (B.C.S.C.). Cette position avait d'ailleurs été approuvée dans l'affaire *Olympia and York Enterprises Ltd*, *supra*, note 317, à la p. 271. Notons toutefois que l'apport de ces deux jugements est nuancé fortement dans Stéphane Rousseau, « Sans frontières? Les devoirs des administrateurs de sociétés par actions à la lumière de la jurisprudence récente » (*supra*, note 642 à la p. 152) ainsi que dans I.B. Lee, « People Department Stores v. Wise and the "Best Interest of the Corporation" », *supra*, note 642. Ce dernier critique également le fait que la Cour n'ait pas profité de l'occasion pour analyser les questions normatives sous-jacentes à ce débat (*supra*, note 642 aux pp. 217 et ss).

⁶⁴⁵ Par le fait même, cette décision marque une rupture avec la théorie de la primauté des actionnaires qui était le principal cadre analytique en droit canadien.

⁶⁴⁶ Notons ici que la Cour semble préconiser une démarche flexible plutôt qu'impérative en utilisant le verbe « pouvoir » et non « devoir ». Cette approche, jumelée au caractère laconique des indications fournies par la Cour lors de son analyse de l'application de la théorie institutionnelle, pourrait possiblement engendrer certaines incertitudes dans l'avenir sur sa mise en pratique. Voir, Thierry Dorval, *Governance of Publicly Listed Corporation*, *supra*, note 614, aux pp. 27 à 30 pour une énumération de certains problèmes pouvant être rencontrés lors de l'application de la théorie des parties prenantes. Par ailleurs, comme nous le verrons lors de notre étude sur les règles de gouvernance (*infra*, section 4.1.3), les ACVM tentent également, dans la mesure du possible, d'encadrer les entreprises par le biais de recommandations plutôt que par celui d'exigences formelles dans l'optique de ne pas nuire aux autorités décisionnelles au sein de la société.

⁶⁴⁷ *Supra*, note 210, à la p. 481.

⁶⁴⁸ Ce faisant, les diverses parties intéressées ne peuvent invoquer directement un manquement à l'obligation fiduciaire d'honnêteté et de loyauté des administrateurs car celle-ci est due envers la société uniquement. C'est ainsi que la Cour suprême dans l'affaire *Peoples* (*supra*, note 210) confirme que la société n'a pas de devoir fiduciaire envers ses créanciers et ce, même en situation d'insolvabilité.

⁶⁴⁹ Comme nous le constaterons à la section 4.1.2 *in fine*, le fait de ne pouvoir donner préséance à une des parties prenantes fait en sorte de compliquer la tâche des administrateurs dans un contexte de changement de contrôle.

⁶⁵⁰ La décision *820099 Ontario inc. c. Harold E. Ballard Ltd.*, (1991) 3 B.L.R. (2d) 113 (Ont. Gen. Div.) avance ainsi qu'il n'est pas approprié de tenir compte uniquement des intérêts d'un groupe d'actionnaires. Par ailleurs, notons, dans un autre ordre d'idées, que l'actionnaire majoritaire, au Canada, n'a pas de devoir fiduciaire envers l'actionnaire minoritaire. Voir notamment les affaires *Cogeco Cable Inc*, *supra*, note 42 et *Brant Investments Ltd. c. KeepRite Inc.*, *supra*, note 439. Pour une énumération exhaustive de la jurisprudence sur ce sujet, voir Martel, *supra* note 173 à la p. 19-101,

nouvelle tangente de la jurisprudence, nous opinons que cette vision contemporaine de l'entité corporative, comme étant un amalgame de ses diverses parties prenantes, fait en sorte de cristalliser l'obligation des administrateurs de tenir compte des droits et des besoins des actionnaires minoritaires lors de leurs décisions au sein du conseil d'administration.

4.1.1.2. Le devoir de prudence et de diligence⁶⁵¹ :

Le deuxième devoir des administrateurs de sociétés est d'agir avec le soin, la prudence et la diligence d'une personne raisonnable en pareilles circonstances. Afin de bien cerner la portée de cette obligation, il est nécessaire de s'interroger sur le standard de révision devant être appliqué aux administrateurs : une norme objective ou subjective⁶⁵²? Cette question prend toute sa pertinence lorsque nous devons déterminer si un administrateur bénéficiant d'une formation ou d'une compétence particulière doit être assujéti à un devoir de prudence et de diligence plus élevé. Encore ici, la décision *Peoples*⁶⁵³ vient nous donner un éclairage sur cette problématique, au grand plaisir des administrateurs⁶⁵⁴. En effet, dans le passage suivant, la Cour suprême reconnaît qu'un test objectif doit s'appliquer :

Le texte de l'al. 122(1)b) de la LCSA qui énonce l'obligation de diligence reprend presque mot à mot celui que propose le Rapport Dickerson. La principale différence réside dans le fait que la version qui a été adoptée comprend les mots « en pareilles circonstances », ce qui modifie la norme légale en exigeant qu'il soit tenu compte du contexte dans lequel une décision donnée a été prise. Le législateur n'a pas introduit un élément subjectif

note infrapaginale 363. La situation aux États-Unis est toutefois différente, voir, par exemple, *Pepper c. Litton*, 308 U.S. 295 (1939), *Singer c. Magnavox Co.*, 380 A. 2d 969 (Del. 1977) et *Citron c. E.I. DuPont de Nemours & Co.*, 584 A.2d 490 (Del Ch. 1990).

⁶⁵¹ 122(1)b) LCSA, 322 et 2138 C.c.Q. On parle aussi de ce devoir comme étant un devoir de compétence et de soin. En anglais, on utilise les termes « duty of care » et « duty of diligence ». En outre, il ne sera pas question ici, des fonctions de surveillance (individuelle et institutionnelle) et de gestion (« management ») du conseil d'administration en tant que moyen pour les administrateurs de se décharger de leur devoir de prudence et de diligence. Ces notions demanderaient respectivement une analyse allant au-delà du cadre de ce mémoire et nous considérons que les auteurs Thierry Dorval, *Governance of Publicly Listed Corporation*, *supra*, note 614 et Stéphane Rousseau, « Sans frontières? Les devoirs des administrateurs de sociétés par actions à la lumière de la jurisprudence récente », *supra*, note 642 ainsi que Stéphane Rousseau, « Le rôle des tribunaux et du conseil d'administration dans la gouvernance des sociétés ouvertes : réflexion sur la règle du jugement d'affaire », (2004) 45 C. de D. 469 circonscrivent déjà très bien le sujet. Finalement, notons que la notion de « duty of care » n'est pas codifiée en droit américain et trouve plutôt sa source dans la jurisprudence.

⁶⁵² Par le terme « objectif », on entend une analyse des gestes de l'administrateur faite *in abstracto*, c'est-à-dire à la lumière de la notion de personne raisonnable. Quant au test subjectif (*in concreto*), il s'agit plutôt d'une approche en fonction des particularismes individuels de chaque administrateur. Cette interrogation vient de l'ajout à l'article 122(1)b) de l'expression « en pareilles circonstances » qui, d'ailleurs, ne se retrouvait pas dans la disposition proposée par le Rapport Dickerson (*supra*, note 396).

⁶⁵³ *Supra*, note 210.

⁶⁵⁴ En effet, suite à la décision *Soper c. Canada*, [1998] 1 C.F. 124 de la Cour fédérale d'appel qui proposait un test « objectif subjectif », certaines difficultés pouvaient potentiellement être rencontrées lors de l'analyse du devoir de prudence et de diligence des administrateurs.

relatif à la compétence de l'administrateur, mais plutôt un élément contextuel dans la norme de diligence prévue par la loi. [...] Dans l'arrêt *Soper c. Canada*, [1998] 1 C.F. 124, par. 41, le juge Robertson de la Cour d'appel fédérale a décrit la norme de diligence énoncée à l'al. 122(1)b) de la LCSA comme étant une norme « objective subjective ». [...] Nous estimons pour notre part que le fait, pour le juge Robertson, de qualifier la norme par l'expression « objective subjective » peut semer la confusion. Nous préférons la décrire comme une norme objective. Ainsi, il devient évident que dans le cas de l'obligation de diligence prévue à l'al. 122(1)b), ce sont les éléments factuels du contexte dans lequel agissent l'administrateur ou le dirigeant qui sont importants, plutôt que les motifs subjectifs de ces derniers, qui sont l'objet essentiel de l'obligation fiduciaire prévue à l'al. 122(1)a) de la LCSA⁶⁵⁵.

Sans inclure un élément de subjectivité, la Cour évoque que le standard est objectif, mais qu'il faut toutefois, lors de la révision des gestes des administrateurs, tenir compte des éléments contextuels. Ainsi, les administrateurs possédant, par exemple, des connaissances financières suffisantes pour siéger au sein du comité de vérification, peuvent être rassurés du fait qu'en s'acquittant de leurs responsabilités d'administrateurs, ils ne seront pas tenus d'atteindre une norme plus stricte que celle qu'aurait exercée une personne raisonnablement prudente dans des circonstances similaires⁶⁵⁶. Par ailleurs, il est intéressant de constater que le Législateur n'impose pas un degré de qualification particulier pour les administrateurs (et dirigeants). C'est plutôt aux actionnaires, lors de l'élection de ces derniers, d'apprécier leur compétence respective. Ce qui importe, n'est pas la compétence de l'administrateur en tant que tel, mais plutôt la manière dont il accomplit sa tâche à l'intérieur du conseil d'administration. Partant, sans en faire une analyse exhaustive, les gestes suivants d'un administrateur sont une illustration d'une attitude prudente et diligente : assister aux réunions⁶⁵⁷, poser des questions⁶⁵⁸,

⁶⁵⁵ *Supra*, note 210, aux pp. 290-491. Pour ce qui est du standard en vertu du C.c.Q., la question n'est pas encore résolue comme l'évoque notamment Martel, *supra* note 173, aux pp. 23-6. et 23-6.2.

⁶⁵⁶ À l'inverse, l'instauration d'une norme objective fait en sorte qu'un administrateur inexpérimenté et ayant peu d'expertise devra tout de même agir comme un administrateur raisonnablement prudent et diligent. Notons toutefois la décision *In Re Emerging Communications, Inc. Shareholders Litigation*, *supra*, note 470, qui avance que la responsabilité d'un administrateur doit être liée à son niveau de connaissance. Finalement, pour une critique sur le concept de « personne raisonnable », voir Stéphane Rousseau, « Sans frontières? Les devoirs des administrateurs de sociétés par actions à la lumière de la jurisprudence récente », *supra*, note 642 aux pp. 111 à 113.

⁶⁵⁷ L'administrateur qui n'assiste pas aux réunions, le fait à ses risques et péril. Voir à ce sujet l'affaire *Soper*, *supra*, note 654. En outre, notons que l'administrateur absent d'une réunion du conseil d'administration est présumé être dissident en vertu de la LCQ (article 123.86) tandis que dans un contexte fédéral, à moins qu'il ne consigne sa dissidence, l'administrateur sera présumé avoir approuvé les décisions prises par les autres administrateurs selon l'article 123(3) LCSA. Par ailleurs, rappelons que tenir un livre des minutes de chaque réunion de façon conforme et efficace est primordial et peut, à bien des égards, faciliter une défense des administrateurs lors d'éventuelles poursuites. À cet effet, prenons l'exemple de l'affaire *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation*, *supra*, note 166, où la Cour porta une attention toute particulière au livre des minutes du conseil d'administration.

⁶⁵⁸ Ainsi, comme l'avance Thierry Dorval dans *Governance of Publicly Listed Corporation*, *supra*, note 614 aux pp. 11 et ss, le maintien d'une « tension créative » entre le conseil d'administration et la direction est essentiel afin de maximiser l'efficacité de l'entreprise. Une attitude de « septicisme constructif », passant notamment par l'entremise de questions, se veut alors un excellent moyen d'atteindre cet objectif.

être proactif, poser des actes lorsque la situation le requiert⁶⁵⁹, se renseigner⁶⁶⁰, bien choisir et surveiller les dirigeants⁶⁶¹, omettre de faire des actes imprudents ou insouciant, etc⁶⁶².

En outre, quant à l'accomplissement du devoir de prudence et de diligence des administrateurs, la jurisprudence canadienne, en s'inspirant en partie de la vision des tribunaux américains⁶⁶³, est venue limiter la possibilité pour le pouvoir judiciaire de contredire leurs décisions en introduisant un « devoir de réserve » face aux résolutions prises par les conseils d'administration des compagnies⁶⁶⁴. Partant, la règle de l'appréciation commerciale (ci-après « RAC »⁶⁶⁵) fait en sorte de donner une certaine latitude aux administrateurs lorsqu'ils prennent

⁶⁵⁹ Ainsi, l'aveuglement volontaire de la part d'un administrateur va à l'encontre de son devoir de prudence et de diligence.

⁶⁶⁰ Voir notamment l'affaire *Smith*, note 113, pour un cas où les administrateurs ne s'étaient pas renseignés de façon adéquate tout en agissant de façon intempestive. En effet, une décision pour juger le bien fondé d'une proposition de fusion a été analysée par le conseil d'administration suite à une présentation de 20 minutes et une discussion de seulement 2 heures sur le sujet et ce, sans avis financier sur le caractère équitable de la transaction! De plus, en vertu de l'article 123(5) LCSA (135(4) OBCA), le fait pour un administrateur d'appuyer sa décision sur le rapport d'une personne dont la profession permet d'accorder foi à ses déclarations est un exemple de comportement prudent et diligent. Voir la décision *People*, *supra*, note 210, qui édicte qu'une profession au sens de cet article s'entend d'une personne qui est membre d'un ordre professionnel (ex : comptable, ingénieur, psychologue, médecin, avocat, etc), est assujéti à une surveillance réglementaire et bénéficie d'une couverture d'assurance indépendante pour négligence professionnelle. Toutefois, un administrateur ne doit pas se fier à l'avis de ses conseillers sans faire preuve d'esprit critique. Cette position provient de la décision *UPM-Kymmene Corp.*, *supra*, note 166, qui a jugé que le conseil d'administration est tenu d'examiner soigneusement l'opinion fournie par ses conseillers et de l'évaluer de façon réfléchiée en regard des circonstances, en prenant garde de ne pas s'y fier aveuglément. Par ailleurs, considérant que l'article 123.84 LCQ utilise le terme « expert », la décision *People*, ne devrait pas avoir une application directe en droit québécois. Finalement, notons que les administrateurs ne doivent pas se fier uniquement aux documents transmis par la direction. Voir, à ce sujet, *820099 Ontario Inc. c. Harold Ballard Ltd.*, *supra*, note 443.

⁶⁶¹ Les administrateurs ne sont pas tenus toutefois d'accorder une attention constante aux affaires de la société et, s'ils n'ont pas de motifs d'avoir des soupçons, ils peuvent se fier à l'intégrité des dirigeants. Voir la décision, *Re City Equitable Fire Insurance Co. Ltd.*, [1925] 1 ch. 407 (C.A.) aux pp. 428-429, qui est toujours pertinente malgré son ancienneté.

⁶⁶² Encore ici, nous référons à Thierry Dorval, *Governance of Publicly Listed Corporation*, *supra*, note 614, aux pp. 76 et ss pour une énumération détaillée des divers moyens pour l'administrateur afin de maximiser sa prudence et sa diligence. Martel, *supra* note 173 aux pp. 23.9 et ss discute également du sujet.

⁶⁶³ Voir par exemple, les décisions *Gagliardi c. Trifoods International Inc.*, 683 A. 2d 1049 (Del. 1996), *Cede & Co. supra*, note 615, *Spiegel c. Buntrock*, 571 A.2d 767 (Del. 1990) *Unocal Corporation*, *supra*, note 147, *Aronson c. Lewis*, 473 A 2d 805 (Del. 1984) et *Smith*, *supra*, note 113. Soit dit en passant, notons que les tribunaux américains utilisent plusieurs modulation de la « business judgment rule », que ce soit les tests du « enhanced scrutiny » (*supra*, note 147), celui du « entire fairness » (*supra*, note 470) ou bien celui du « compelling justification », utilisé, quant à lui, lorsqu'un geste des administrateurs fait en sorte de brimer le droit de vote des actionnaires (voir, par exemple, l'affaire *Blasius Indus Inc. c. Atlas Corp.*, 564 A.2d 651 (Del Ch. 1988)). Voir, Markus Koehnen, *Oppression and Related Remedies*, *supra*, note 131, aux pp. 270 à 274 pour un excellent résumé de la « business judgment rule » américaine.

⁶⁶⁴ Voir la décision *Brant Investments Ltd.*, *supra*, note 439, à la p. 256 où la Cour édicte qu'il faut être prudent avant de se substituer à l'opinion des administrateurs, notamment en raison de leur expertise, de leur connaissance du contexte entourant la décision, de leur connaissance de la compagnie et du marché, etc. En outre, le tribunal doit être conscient que, lors de son intervention, il analyse la décision *a posteriori* et de façon désincarnée, tout en gardant toujours à l'esprit qu'il est de l'essence même du rôle des administrateurs de prendre des risques pour maximiser la valeur d'une entreprise. Pour une énumération des raisons justifiant la RAC, voir Thierry Dorval, *Governance of Publicly Listed Corporation*, *supra*, note 614, à la p. 99. En terminant, notons que, dès le début du 20^e siècle, le Conseil privé de Londres, dans *Burlan c. Earle*, [1902] A.C. 83 (P.C.) à la p. 93, avançait déjà qu'une retenue judiciaire était de mise lors d'une intervention sur la gestion interne d'une compagnie.

⁶⁶⁵ On parle aussi de la règle du jugement d'affaire (« business judgment rule »).

des décisions au sein de l'entreprise⁶⁶⁶. Bien que la position canadienne traditionnelle ait appliqué la théorie de la finalité des pouvoirs⁶⁶⁷, plusieurs décisions récentes se sont plutôt rangées du côté de la RAC⁶⁶⁸. D'ailleurs, la Cour suprême, en appliquant la RAC lors de sa décision dans l'affaire *Peoples*⁶⁶⁹, vient, à nos yeux, entériner cette règle et mettre de côté la doctrine de la finalité des pouvoirs. La Cour décrit alors ce principe de la manière suivante :

On ne considérera pas que les administrateurs et les dirigeants ont manqué à l'obligation de diligence énoncée à l'al. 122(1)b) de la LCSA s'ils ont agi avec prudence et en s'appuyant sur les renseignements dont ils disposaient. Les décisions prises doivent constituer des décisions d'affaires raisonnables compte tenu de ce qu'ils savaient ou

⁶⁶⁶ Ainsi, les administrateurs ne seront pas tenus responsables pour de simples erreurs de jugement comme l'évoquait déjà en 1925 le juge Romer dans l'arrêt *Re City Equitable Fire Insurance Co. Ltd.*, *supra*, note 661, à la p. 429. Pour plus d'information sur la RAC, voir notamment, Thierry Dorval, *Governance of Publicly Listed Corporation*, *supra*, note 614, aux pp. 96 et ss, Martel, *supra* note 173 aux pp. 23-18-23-20 et aux pp. 23-57 et ss, Stéphane Rousseau, « Le rôle des tribunaux et du conseil d'administration dans la gouvernance des sociétés ouvertes : réflexion sur la règle du jugement d'affaire », *supra*, note 651, aux pp. 521 et ss et R. Crête & S. Rousseau, *Droit des sociétés par actions*, *supra*, note 316, aux pp. 475 et ss.

⁶⁶⁷ La doctrine de la finalité des pouvoirs, d'origine anglo-saxonne, (doctrine du « proper purpose ») a pour objectif de contrôler l'exercice des pouvoirs des administrateurs et des dirigeants. Cette règle édicte que les pouvoirs des administrateurs ne sont pas illimités et que, lors de l'exercice de leurs prérogatives, ceux-ci sont tenus d'agir dans l'optique d'atteindre l'objectif pour lequel ce pouvoir leur a été octroyé. Deux tendances jurisprudentielles s'opposent quant au mode d'identification de la finalité des pouvoirs. Voir à ce sujet l'affaire *820099 Ontario Inc. c. Harold Ballard Ltd.*, *supra*, note 443. D'une part, une première approche propose un test en deux volets : a) identifier la finalité du pouvoir en cause et, ensuite, b) déterminer si le but principal poursuivi par les administrateurs lors de l'exercice de ce pouvoir rencontre cette finalité. Ainsi, si le pouvoir est exercé conformément à sa finalité, les administrateurs seront considérés comme agissant de manière légitime. Voir notamment les jugements *Hogg c. Cramphorn Ltd.*, [1967] Ch. 254, *Howard Smith Ltd. c. Ampol Petroleum Ltd.*, [1974] A.C. 821 (P.C.) et *Exco Corp. c. Nova Scotia Savings & Loan Co.*, (1987) 35 B.L.R. 149 (N.S.S.C.). D'autre part, la seconde approche, celle de la décision *Teck Corporation Ltd. c. Millar* (*supra*, note 644) propose plutôt que les administrateurs agissent de façon abusive lorsqu'ils n'exercent pas leurs pouvoirs dans l'intérêt de la société. Pour ce faire, si la finalité principale recherchée par les administrateurs est en lien avec l'intérêt de la société, la présence de motifs accessoires ne viendra pas entacher leurs décisions. Notons que cette dernière vision se rapproche de la RAC. Pour en savoir plus sur le sujet, voir notamment R. Crête & S. Rousseau, *Droit des sociétés par actions*, *supra*, note 316, aux pp. 491 et ss et Stéphane Rousseau, « Le rôle des tribunaux et du conseil d'administration dans la gouvernance des sociétés ouvertes : réflexion sur la règle du jugement d'affaire », *supra*, note 651. Dans ce dernier document, l'auteur discute également des deux tendances coexistant en jurisprudence au sujet de la RAC.

⁶⁶⁸ *Ford Motor Co. of Canada, Ltd.*, *supra*, note 453, *Paulson & Co. Inc. c. Algoma Steel Inc.*, (2006) 79 O.R. (3d) 191 (Ont. S.C.), *Kerr c. Danier Leather Inc.*, (2005) 11 B.L.R. (4e) 1 (Ont. C.A., en appel), *Re Stelco Inc.*, *supra*, note 256, *UPM-Kymmene Corp.*, *supra*, note 166, *CW Shareholdings Inc.*, *supra*, note 83, *Pente Investment Management Ltd.*, *supra*, note 111, *Brant Investments Ltd.*, *supra*, note 439. Pour un excellent exemple de l'application de ce principe au Québec, voir *Forget c. La Société Financière Desjardins Laurentiennes Inc.*, REJB 1999-10474. À la lecture de ces décisions, on peut d'ailleurs constater une volonté de la part du pouvoir judiciaire d'étendre la portée de la RAC (Voir, par exemple, les affaires *Paulson & Co. Inc.*, *Re Stelco Inc.* et *Danier Leather Inc.*). Notons également, dans un autre ordre d'idées, que les craintes sur l'impact de la décision controversée *Omnicare Inc. c. NCS Healthcare Inc.*, 818 A.2d 914 (Del. 2003) sur la « business judgment rule » ne se seront jamais réellement réalisées, tant en sol américain (son effet étant notamment fortement atténué dans *Orman c. Cullman*, WL 2348395 (Del. Ch. 2004)) que canadien. Pour une discussion sur ce jugement ayant suscité la polémique (le juge en chef de la Cour suprême du Delaware, Norman E. Veasey, dissident dans ce jugement, recommandait d'ailleurs de ne pas suivre cette décision!), voir notamment B. C. Smith, « Changing the Deal : How Omnicare v. NCS Healthcare Threatens to Fundamentally Alter the Merger Industry », (2003-2004) 73 Miss. L. J. 983. De plus, on peut considérer que la décision *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation*, *supra*, note 166, redonne, en quelque sorte, tout le lustre à la « business judgment rule » américaine. Finalement, pour de plus amples détails sur le particularisme canadien militant en faveur d'une non-application de la décision *Omnicare*, voir l'article « Omnicare and the Negotiated Merger : Canada and Delaware Differ » de Sharon Gerarghty du cabinet Torys LLP : <http://www.torys.com/publications/pdf/AR2003-16T.pdf>.

⁶⁶⁹ *People*, *supra*, note 210.

auraient dû savoir. Lorsqu'il s'agit de déterminer si les administrateurs ont manqué à leur obligation de diligence, il convient de répéter que l'on n'exige pas d'eux la perfection. Les tribunaux ne doivent pas substituer leur opinion à celle des administrateurs qui ont utilisé leur expertise commerciale pour évaluer les considérations qui entrent dans la prise de décisions des sociétés. Ils sont toutefois en mesure d'établir, à partir des faits de chaque cas, si l'on a exercé le degré de prudence et de diligence nécessaire pour en arriver à ce qu'on prétend être une décision d'affaires raisonnable au moment où elle a été prise⁶⁷⁰.

Ainsi, les tribunaux seront ^{Peoples} réticents à intervenir si le conseil d'administration prend une décision de bonne foi, de façon informée et dans le meilleur intérêt de la société, tout en étant raisonnable dans les circonstances et ce, malgré le fait qu'une autre décision aurait été meilleure de l'avis du tribunal ou d'un expert⁶⁷¹. Toutefois, notons que la RAC en droit canadien est, quoique similaire dans son essence à la « business judgment rule » du droit américain, quelque peu différente. À cet égard, la RAC met un accent particulier, à la différence de la « business judgment rule » américaine et ce, sans introduire un test de « enhanced scrutiny »⁶⁷², sur la démonstration de l'intégrité et de la qualité du processus par lequel les administrateurs en sont arrivés à leur décision⁶⁷³. Ainsi, l'approche canadienne est plus « impressionniste » que celle des américains qui consiste plutôt en un examen détaillé, voire « mécanique » des modalités ayant

⁶⁷⁰ *People*, *supra*, note 210, à la p. 493.

⁶⁷¹ On peut alors dire que si un administrateur prend une décision dans le respect de ses devoirs d'honnêteté et de loyauté et de prudence et de diligence, il se verra accorder une certaine latitude par les tribunaux. En outre, selon le Professeur Rousseau, la Cour semble, par cette formulation, introduire en droit canadien le test américain du « enhanced scrutiny » (*supra*, note 147). Voir à ce sujet Stéphane Rousseau, « Sans frontières? Les devoirs des administrateurs de sociétés par actions à la lumière de la jurisprudence récente » aux pp. 138 et ss et Stéphane Rousseau, « Directors' Duty of Care After Peoples: Would it be Wise to Start Worrying About Liability? », *supra*, note 642, aux pp. 233-234. Bien que nous soyons du même avis que cet auteur sur le caractère injustifié d'un tel test en droit canadien, nous considérons toutefois, avec égard, que la Cour suprême, malgré une prose pouvant laisser planer certains doutes, n'avait pas l'intention de reconnaître ce test, qui, nous le rappelons, s'applique, en droit américain, uniquement pour déterminer la justesse d'une mesure défensive prise en réponse à une OPA (*supra*, section 1.1.6). D'ailleurs, notons que le juge Blair, en défendant la RAC et en plaidant contre une « dilution » de celle-ci dans l'affaire *CW Shareholdings Inc.*, *supra*, note 83 aux pp. 215-216, s'était déjà dissocié de la position de la Cour d'appel de la Saskatchewan dans *347883 Alberta Ltd.*, *supra*, note 146. Dans cette affaire, le juge Sherstobitoff avait tenté d'incorporer en droit canadien cette notion de « enhanced scrutiny », une modulation de la « business judgment rule » américaine (*supra*, note 147). Compte tenu du fait que le droit canadien semble vouloir se dissocier de la tentation de faire un mimétisme du droit américain (*a pari* dans la décision *Pente Investment Management Ltd.*, *supra*, note 111) lors de son analyse du standard d'intervention des tribunaux face aux décisions des administrateurs, nous considérons que les juges de la Cour suprême, lors de la décision *Peoples*, n'avaient pas cette intention. *A fortiori*, si le plus haut tribunal du pays avait voulu agir de la sorte, il aurait certainement justifié sa position, tant sur le plan jurisprudentiel que doctrinal, ce qu'il n'a pas fait en espèce.

⁶⁷² *Infra*, note 671.

⁶⁷³ Pour un bel exemple de l'analyse du processus décisionnel faite par la Cour, voir la décision de la Cour d'appel de l'Ontario dans *Brant Investments Ltd.*, *supra*, note 439. On peut également avancer que la « business judgment rule » américaine octroie une « protection » aux administrateurs s'ils agissent de manière « rationnelle » (standard de la négligence grossière) alors que la RAC, quant à elle, propose plutôt une notion de « raisonnabilité » (standard usuel de négligence). Toutefois, malgré ces nuances, l'application pratique de ce non-interventionnisme des tribunaux se fait sensiblement de la même manière des deux côtés de la frontière.

menées à la prise de décision par le conseil d'administration. Ce passage de la décision *CW Shareholdings Inc.*⁶⁷⁴ résume bien la vision canadienne :

I am satisfied that the proper way to address the appropriateness of directors decisions [...] is through the judicious application of the "business judgment rule" as I have endeavoured to articulate at the beginning of this portion of these reasons. That is, where business decisions have been made honestly, prudently, in good faith and on reasonable and rational grounds, the court will be reluctant to interfere and to usurp the board of director's function in managing the corporation. In such cases, the board's decisions will not be subject to microscopic examination⁶⁷⁵.

De plus, il ne faut pas voir en la RAC, une déférence absolue envers les décisions prises par les conseils d'administration⁶⁷⁶. Par ailleurs, il sera intéressant de constater la position de la Cour suprême quand elle se penchera à nouveau sur ce sujet lors de l'audition prévue de l'affaire *Danier Leather Inc.*⁶⁷⁷ en mars 2007⁶⁷⁸. Si le plus haut tribunal du pays donne encore son aval au principe de la RAC (ce qu'il devrait faire, à moins d'une volte-face majeure), nous considérons que le débat sera, à toutes fins pratiques, terminé⁶⁷⁹. Finalement, le fait que le conseil d'administration soit tenu de respecter un certain processus décisionnel afin de bénéficier de la « protection » de la RAC encourage, selon nous, la prise en compte des intérêts des actionnaires minoritaires. En effet, un tribunal pourrait possiblement être porté à croire qu'une décision n'est pas raisonnable si elle ne considère pas les intérêts des actionnaires minoritaires⁶⁸⁰.

⁶⁷⁴ *Supra*, note 33 à la p. 216.

⁶⁷⁵ Notons que cette décision fût prise dans le contexte d'une OPA hostile.

⁶⁷⁶ Voir notamment les décisions *Ford Motor Co. of Canada, Ltd, supra*, note 453 (la RAC ne s'applique pas si le conseil d'administration ne prend pas réellement une décision) et *Hollinger International Inc. c. Conrad M. Black, Hollinger Inc. and 504468 N.B. Inc.*, WL 360877 (Del Ch. 2004) et *UPM-Kymmene Corp.*, *supra*, note 166 (conduite déraisonnable ne méritant pas la « protection » de la RAC).

⁶⁷⁷ *Supra*, note 668.

⁶⁷⁸ Autorisation d'appel à la Cour suprême octroyée le 22 juin 2006. La date provisoire d'audition est le 20 mars 2007, http://205.193.81.30/information/cms/docket_f.asp?31321 (page consultée le 29 août à 14h50).

⁶⁷⁹ Notons que le Professeur Rousseau recommande une codification de la RAC dans « Le rôle des tribunaux et du conseil d'administration dans la gouvernance des sociétés ouvertes : réflexion sur la règle du jugement d'affaire », *supra*, note 650, aux pp. 535 et ss. L'Américain Law Institute a d'ailleurs déjà incorporé la « business judgment rule » au sein de ses « Principles of Corporate Governance ». Voir American law Institute, *Principles of Corporate Governance : Analysis and Recommendations*, St-Paul, American Law Institute Publishers, 1994, N° 4.01(c), p. 139.

⁶⁸⁰ Dans un même ordre d'idées, en suivant les prescriptions des Règlements Q-27 et 61-501 (*supra*, partie 3), en tant qu'encadrement pour démontrer un processus décisionnel raisonnable et équitable, les administrateurs peuvent alors « bonifier » une éventuelle défense basée sur la RAC. En outre, prenons l'exemple de la décision *Brant Investments Ltd.*, *supra*, note 439, où la Cour a considéré fortement la présence d'un comité indépendant du conseil d'administration pour analyser une transaction, lors de son application de la RAC (*a pari* dans *Pente Investment Management Ltd*, *supra*, note 111). Par contre, bien qu'un comité spécial soit instauré, encore faut-il qu'il soit efficace! Voir à ce sujet, *Kahn c. Tremont Corp.*, 694 A. 2d 422 (Del. 1997). Finalement, comme l'avance la Cour dans *Peoples*

4.1.2. Le rôle du conseil d'administration face à une situation de changement de contrôle⁶⁸¹ :

Maintenant que nous avons cerné les rouages du rôle général du conseil d'administration, arrêtons-nous aux devoirs particuliers des administrateurs face à une situation de changement de contrôle. Sans que leurs obligations soient différentes, ces derniers doivent tout de même moduler leurs actions lorsque la société au sein de laquelle ils siègent fait face à une opération de changement de contrôle⁶⁸². Encore ici, le droit canadien fait en sorte de se distancer de la vision américaine. Selon la jurisprudence américaine, dès qu'une transaction semble inévitable⁶⁸³, le rôle des administrateurs passe de celui de protecteur des intérêts de la compagnie à celui « d'encanteur » cherchant à maximiser la valeur pour l'ensemble des actionnaires⁶⁸⁴. On parle alors en pratique du « devoir Revlon » (« Revlon duty »), en hommage au jugement qui édicta pour la première fois cette obligation⁶⁸⁵. Malgré le fait que, d'une part, les tribunaux canadiens, dans les décisions *CW Shareholdings Inc.*⁶⁸⁶ et *Pente Investment Management Ltd.*⁶⁸⁷, ainsi que, d'autre part, les ACVM, dans l'Avis 62-202⁶⁸⁸, entérinent le fait que les administrateurs soient tenus de mettre tous les efforts nécessaires pour favoriser la

(*supra*, note 210), l'établissement de normes de gouvernance (*infra*, section 4.1.3) au sein d'une entreprise peut également favoriser la déférence du tribunal lors de l'analyse des gestes des administrateurs.

⁶⁸¹ Pour un article sur le sujet, voir notamment S. H. Halperin & R. A. Vaux, « The Role of the Target's Directors in Unsolicited Control Transactions », dans *The 6th Queen's Annual Business Law Symposium*, Toronto, Carswell, 1999, 109.

⁶⁸² En pratique, on utilisera alors le vocable « en jeu » (« in play ») pour décrire la situation de la société cible. Par contre, si une société n'est pas « en jeu », ses administrateurs n'ont pas à modifier leurs obligations et peuvent continuer à guider leurs agissements en fonction de la stratégie corporative de l'entreprise. Voir à ce sujet *Paramount Communication Inc.*, *supra*, note 208. Finalement, si un actionnaire peut bloquer une transaction en raison de sa position dans le capital actions de la société cible, celle-ci ne peut pas être considérée comme étant « en jeu », comme le démontre les décisions *Pente Investment Management Ltd.*, *supra*, note 111 et *Benson*, *supra*, note 311 à la p. 272.

⁶⁸³ C'est-à-dire si une société se met clairement en vente ou, si, suite à une offre d'une rivale, une société cible décide de considérer les offres potentielles et de se détacher de sa stratégie corporative préétablie. Par contre, notons qu'il n'est pas toujours aisé, en pratique, de déterminer si une société est réellement « en jeu ». Prenons l'exemple de la compagnie Intrawest Corporation (achetée en août 2006 par la firme d'investissements américaine Fortress Investment Group LLC) qui, en février 2006, émettait un communiqué de presse disant qu'elle avait l'intention d'explorer les opportunités pouvant mener à la maximisation de la valeur pour les actionnaires. Il peut alors être ardu de décider si l'entreprise se met clairement « en jeu » par un tel acte. À nos yeux, nous sommes d'opinion qu'un tel geste constitue en soit une « mise en jeu » de la compagnie car, généralement, une société agira de la sorte dans l'optique d'analyser le marché et d'attirer des acheteurs potentiels.

⁶⁸⁴ C'est-à-dire une maximisation de la valeur des titres à court terme. Comme l'édicte la Cour dans *Smith*, *supra*, note 113, tout comme dans *In re Compucom Systems Inc. Stockholders Litigation*, Civil Action N^o 499-N (Del. Ch. Sept. 29, 2005), la prime offerte ne doit pas nécessairement être le seul facteur à analyser pour déterminer la valeur d'une offre.

⁶⁸⁵ *Revlon Inc. c. MacAndrews & Forbes Holdings Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986), particulièrement la p. 182. Toutefois, la décision *Lu c. Malpiede*, 780 A.2d 1075 (Del. 2001) à la p. 1083, prend garde d'énoncer que le « devoir Revlon » ne fait pas en sorte d'altérer les devoirs déjà existant des administrateurs.

⁶⁸⁶ *Supra*, note 83.

⁶⁸⁷ *Supra*, note 111.

⁶⁸⁸ *Supra*, note 127.

création d'un maximum de valeur pour les actionnaires, la jurisprudence rejette toutefois la conception étasunienne voulant que les administrateurs jouent le rôle « d'encanteur »⁶⁸⁹. En effet, par ces propos, la Cour d'appel de l'Ontario, sous la plume de la juge Weiler, reconnaissant le point de vue du juge Farley en première instance, établit qu'une enchère n'est pas toujours requise et peut être plutôt remplacée par une analyse du marché⁶⁹⁰ :

In Ontario, an auction need not be held every time there is a change of control of a company. An auction is merely one way to prevent the conflicts of interests that may arise when there is a change of control by requiring that directors act in a neutral manner towards a number of bidders [...] There is no single blueprint that directors must follow [...] When it becomes clear that a company is for sale and there are several bidders, an auction is an appropriate mechanism to ensure that the board of a target company acts in a neutral manner to achieve the best value reasonably available to shareholders in the circumstances. When the board has received a single offer and has no reliable grounds upon which to judge its adequacy, a canvass of the market to determine if higher bids may be elicited is appropriate, and may be necessary [...]⁶⁹¹

Bien qu'il soit établi que le conseil d'administration a l'obligation de maximiser la valeur pour les actionnaires lors d'une situation de changement de contrôle, la décision *People*⁶⁹², en introduisant la théorie des parties prenantes⁶⁹³, vient possiblement changer la donne. En effet, comme l'avance avec justesse Stéphane Rousseau⁶⁹⁴, une conceptualisation de la notion « d'intérêt de la société » englobante, tenant compte de l'ensemble des parties prenantes à l'activité corporative, pourrait faire en sorte que les administrateurs puissent⁶⁹⁵ maintenant,

⁶⁸⁹ Le devoir Revlon sera toutefois atténué par la décision *Paramount Communications Inc. c. QVC Network Inc.*, 637 A.2d 34 (Del. 1994) qui reconnaît que cette obligation n'est pas enclenchée lorsqu'il s'agit d'une opération de fusion entre deux entités de force équivalente (« merge of equals »). Cette même décision propose également un standard plus flexible devant tenir compte des circonstances particulières de la transaction. De plus, la Cour dans *In Re the Mony Group Inc. Shareholder Litigation*, *supra*, note 111, reconnaît qu'un « post agreement market check » peut remplacer une enchère. Force nous est de constater que, même en territoire américain, ce principe semble maintenant quelque peu dilué. Par ailleurs, dans *Paramount Communications Inc.*, notons que, en rejetant des mesures défensives jugées comme étant draconiennes, la Cour suprême du Delaware édicte que, dans un contexte transactionnel, la société cible ne peut pas favoriser ouvertement une des compagnies acheteuses et doit plutôt se laisser guider par un objectif de maximisation de la valeur pour ses actionnaires.

⁶⁹⁰ Dans l'éventualité où l'entreprise décide de procéder à une enchère, elle doit être consciente que, advenant le cas où le processus se solderait par un échec et que le transfert de propriété de la société n'aurait pas lieu, l'impact sur la valeur boursière de la compagnie peut être « dévastateur ». Prenons l'exemple de la société Imax Corp. qui, suite à un processus d'enchère de 5 mois, n'a pas été en mesure de conclure une transaction. Dès l'annonce de cet échec en août 2006, le titre de la société perdait 40 % de sa valeur, soit une valeur au marché de 230 millions de dollars!

⁶⁹¹ *Supra*, note 111, aux pp. 199-200. La Cour adopte alors, bien qu'elle le fasse en *obiter dicta*, une approche plus flexible, comme celle de la décision *Paramount Communications Inc.*, *supra*, note 689. Par ailleurs, dans le contexte d'un arrangement (*supra*, section 1.2.2), la Cour, dans *Re Pacifica Papers Inc.* (*supra*, note 191), reconnaît également que le processus d'enchère n'est pas impératif. En outre, notons que la décision *CW Shareholdings Inc.*, *supra*, note 83 à la p. 199, avait, quant à elle, accepté, sans réserve, le « devoir Revlon ».

⁶⁹² *Supra*, note 210.

⁶⁹³ *Supra*, section 4.1.1.1.

⁶⁹⁴ Voir Stéphane Rousseau, « Sans frontières? Les devoirs des administrateurs de sociétés par actions à la lumière de la jurisprudence récente », *supra*, note 642, à la p. 154.

⁶⁹⁵ Il ne s'agit toutefois pas d'une obligation pour les administrateurs, *supra*, note 646.

lorsque la société est « en jeu », rechercher une maximisation de la valeur pour la totalité des acteurs corporatifs⁶⁹⁶. Bien que cette question soit loin d'être résolue, un praticien avisé se doit désormais de considérer cette avenue lorsqu'il est approché à titre de conseiller pour une opération de changement de contrôle⁶⁹⁷. En terminant, comme nous l'évoquions lors de notre analyse du devoir d'honnêteté et de loyauté des administrateurs, le fait d'appliquer la théorie institutionnelle ne peut qu'être bénéfique pour les actionnaires minoritaires⁶⁹⁸.

⁶⁹⁶ Notons, que lors de la décision de première instance dans *Pente Investment Management Ltd c. Schneider Corp.*, 40 B.L.R. (2d) 244 (Ont. C.J.) à la p. 263, le juge Farley avait toutefois énoncé qu'en droit canadien, lors d'une opération de changement de contrôle, un actionnaire majoritaire n'avait aucune obligation d'agir de manière à maximiser la valeur pour les actionnaires minoritaires.

⁶⁹⁷ Nous considérons que l'avènement de la théorie des parties prenantes, qui semble, *a priori*, rendre la tâche des administrateurs plus complexe dans un contexte transactionnel, est toutefois balancé par la création jurisprudentielle d'une RAC plus large (*supra*, note 668).

⁶⁹⁸ *Supra*, section 4.1.1.1 *in fine*.

4.1.3. Le resserrement des règles de gouvernance⁶⁹⁹ :

Depuis l'avènement des divers scandales financiers aux niveaux canadien⁷⁰⁰, américain⁷⁰¹ et mondial⁷⁰², la gouvernance d'entreprise est devenue un domaine incontournable pour tout praticien oeuvrant en droit des affaires⁷⁰³. Bien que ces « désordres corporatifs »⁷⁰⁴ aient mis au grand jour des situations désolantes tout en exacerbant la volonté collective d'imposer un cadre de gouvernance plus strict aux entreprises, cette détermination à régir l'exercice du pouvoir corporatif ne date pas pour autant d'hier⁷⁰⁵.

⁶⁹⁹ On utilise aussi le terme « régie d'entreprise ». En anglais, le vocable « corporate governance » est employé. Pour un discours plus élaboré sur le sujet, voir notamment Thierry Dorval, *Governance of Publicly Listed Corporation*, supra, note 614, Stéphane Rousseau, « Le rôle des tribunaux et du conseil d'administration dans la gouvernance des sociétés ouvertes : réflexion sur la règle du jugement d'affaire », supra, note 651, aux pp. 488 à 506, Stéphane Rousseau, « La gouvernance d'entreprise à la croisée des chemins : comment restaurer la confiance des investisseurs à la suite de l'affaire Enron? », dans Service de la formation permanente, Barreau du Québec, *Développements récents en droit des affaires*, Cowansville, Yvon Blais, 2003, 187, p. 23, R.A.G. Monks & N. Minow, *Corporate Governance*, 3^e éd., Blackwell Publishing, 2003 et dans *The 9th Queen's Annual Business Law Symposium : The Corporation in the 21st Century*, Toronto, Carswell, 1999, les articles de J.A Levin, « Canadian Corporate Governance Developments », p. 91 et J. Groia & K. Seaman, « Enron, Fear and Loathing on Bay Street », p. 241. Finalement, comme nous le mentionnons à la note infrapaginale 611, nous avons seulement l'intention de dresser un portrait sommaire de ce sujet. Toutefois, nous considérons qu'il serait intéressant, compte tenu de l'engouement actuel pour la gouvernance d'entreprise, que d'autres universitaires se penchent directement sur l'impact des modifications sur la régie d'entreprise par rapport aux actionnaires minoritaires de sociétés par actions publiques.

⁷⁰⁰ Bre-X Minerals Ltd., Livent Inc., Cinar Corporation (maintenant Cookie Jar Entertainment), Hollinger International Ltd. (désormais Sun-Times Media Group), Dylex Ltd., Nortel Networks Corporation, YBM Magnex International Inc., etc. Par ailleurs, mentionnons que les firmes d'avocats canadiennes n'ont pas pour autant été épargnées de ces scandales comme en font foi les ententes à l'amiable signées respectivement par Torys LLP (Hollinger International Ltd.), Goodman LLP (Dylex Ltd.) et Cassels Brock & Blackwell LLP (YBM Magnex International Inc.). Celles-ci prenant bien soin, toutefois, de ne faire aucune admission de faute dans lesdites ententes.

⁷⁰¹ Enron Corporation, Worldcom Inc. (maintenant sous le giron de Verizon Communications Inc.), Global Crossing Ltd., Qwest Communications International Inc., Adelphia Communications Corporation, HealthSouth Corporation, Tyco International Ltd., etc.

⁷⁰² Parmalat SPA (Italie), Daewoo Corporation (Corée du Sud), Livedoor Co. (Japon), etc.

⁷⁰³ Cette tendance est d'ailleurs mondial comme en le démontre les diverses publications par l'Organisation de coopération et de développement économiques (« OCDE ») au sujet de la régie d'entreprise. Se référer à : http://www.oecd.org/publications/0,2743,fr_2649_201185_1_1_1_1_00.html (page consultée le 8 septembre 2006 à 12h35). Voir aussi à ce sujet J. Sarra, « Convergence Versus Divergence, Global Corporate Governance at the Crossroads : Governance Norms, Capital markets & OCDE Principles of Corporate Governance », (2001-2002) 33 Ottawa L. Rev. 177.

⁷⁰⁴ L'éclosion de ces scandales financiers arrive suite à l'exhubérance boursière des années 1990 caractérisée par de nombreuses dérives : montée en flèche de la rémunération des dirigeants (particulièrement par l'entremise d'options d'achats d'actions), l'introduction de nouveaux instruments financiers et de nouvelles techniques comptables qui permettent, notamment, de simplifier à l'extrême les états financiers et facilitent le camouflage de l'étendue réelle de la dette au bilan de l'entreprise. À cela, s'ajoute, notamment, une déréglementation dans le secteur bancaire et un certain relâchement dans l'éthique de la classe dirigeante.

⁷⁰⁵ Toronto Stock Exchange Committee on Corporate Governance in Canada, *Where Were the Directors' Guidelines for Improved Corporate Governance in Canada*, Toronto, 1994 (communément appelé le « Rapport Dey »), Senate of Canada, Standing Senate Committee on Banking, Trade and Commerce, *Proceedings of the Task Force on Corporate Governance*, Ottawa, 1996, Comité mixte sur la gouvernance d'entreprise, *Au-delà de la conformité, la gouvernance*, Toronto, 2001 (communément nommé le « Rapport Saucier ») et Sénat du Canada, *Après « La tempête du siècle » : rétablir la confiance des investisseurs, rapport du comité sénatorial permanent des banques et du commerce*, Ottawa, juin 2003 (communément cité comme étant le « Rapport Kolber »).

Avant d'aborder le cadre réglementaire instauré par les ACVM⁷⁰⁶ pour endiguer les risques d'abus pouvant avoir cours au sein des sociétés⁷⁰⁷, déterminons, brièvement, ce que constitue la gouvernance d'entreprise. Une définition, fréquemment reprise dans la littérature, qualifie cette notion comme étant « des mécanismes organisationnels qui ont pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions des dirigeants, autrement dit, qui « gouvernent » leur conduite et définissent leur espace discrétionnaire⁷⁰⁸ ». Partant, l'objectif de la gouvernance d'entreprise est de favoriser la maximisation de la valeur de l'entreprise tout en contribuant à une augmentation de l'efficacité du marché des capitaux, moteur de l'activité économique des économies de marché.

Dans la tourmente des événements « post-Enron »⁷⁰⁹, le Législateur américain décide d'apporter, à la hâte⁷¹⁰, des modifications substantielles au droit des valeurs mobilières afin d'accentuer la protection des épargnants et surtout, dans l'optique de reconquérir la confiance des divers participants au marché des capitaux. C'est dans ce contexte de « nécessité » que la Loi Sarbanes-Oxley voit le jour le 30 juillet 2002⁷¹¹. En réponse à ces changements majeurs ayant

⁷⁰⁶ Notons également que les tribunaux sont susceptibles de jouer, dans un avenir rapproché, un rôle accru en ce qui a trait à la gouvernance d'entreprise. Voir à ce sujet, J.C. Coffee, « The Mandatory/Enabling Balance in Corporate Law : An Essay on the Judicial Role », (1989) 89 Col. L. Rev. 1618.

⁷⁰⁷ *Supra*, section 2.1.3 pour une discussion sur la relation d'agence, un des fondements de ces risques d'abus.

⁷⁰⁸ G. Charreaux, *Le gouvernement des entreprises : corporate governance, théories et faits*, Paris, Economica, 1997, p. 1. Voir également les définitions proposées par les investisseurs institutionnels dans leurs guides sur les votes par sollicitation de procurations. Nous vous référons notamment à celui du RREO : <http://www.otpp.com/web/website.nsf/web/cgguidelines> (page consultée le 8 septembre 2006 à 13h15). Voir, par ailleurs, la définition suggérée par le Rapport Dey (*supra*, note 705, à la p. 7).

⁷⁰⁹ Enron Corporation était une maison de courtage en énergie, basée à Houston au Texas, qui a fait faillite en 2001, emportant avec elle son vérificateur financier, la firme Arthur Anderson. À son zénith, elle était la 7^e plus grosse entreprise aux États-Unis. Elle a déclaré un revenu de plus de 100 milliards de dollars en 2000 et employait environ 21 000 personnes. Pour de plus amples informations sur le scandale d'Enron, voir W. W. Bratton, « Enron and the Dark Side of Shareholder Value », (2002) 76 Tulane L. Rev. 1275 ainsi que le documentaire, en nomination au Academy Award en 2005, *Enron : The Smartest Guys in the Room*.

⁷¹⁰ Pour plusieurs, ces modifications, qui constituent sans aucun doute la plus importante réforme législative relative au droit des sociétés adoptée aux États-Unis depuis les années 30, a été faite de manière trop rapide et sans un cadre consultatif adéquat. Le problème le plus notoire de cette législation selon ses détracteurs est l'approche à « taille unique » (« one size fits all ») qu'elle propose. Notons, par exemple, le nombre très élevé de contestations entourant l'obligation de certification des mécanismes de contrôle interne par des vérificateurs externes prévue à l'article 404 de la Loi Sarbanes-Oxley (*infra*, note 715). Pour un regard critique sur la réforme, voir notamment L.A. Cunningham, « The Sarbanes-Oxley Yawn : Heavy Rhetoric, Light Reform (And it Might just Work) », (2003) 45 Conn. L. Rev. 915. En outre, cette modification radicale du paysage législatif américain rend le territoire américain austère aux yeux de plusieurs dirigeants d'entreprises. Prenons l'exemple du chef de la direction de Xstrata Plc, Mick Davis, qui, en août 2006, en plein coeur de la « bataille » (gagnée par Xstrata Plc) pour l'acquisition de Falconbridge Ltd. évoquait sa réticence à coter son entreprise sur le marché américain (via des transactions en sol américain). Un autre bel exemple de cette possible diminution d'attrait du marché américain se retrouve dans l'effervescence sans cesse grandissante du « Alternative Investment Market » (« AIM ») de Londres qui attire, de par sa structure flexible favorisant des PAPE hâtifs pour les petites et moyennes entreprises, un grand nombre d'entreprises à s'y coter.

⁷¹¹ *Sarbanes-Oxley Act*, Pub.L. № 107-204, 116 Stat. 745 (2002). Ci-après, la « Loi Sarbanes-Oxley ». En outre, mentionnons que des mesures corrélatives ont également été mises en place par la SEC et le NYSE. Finalement, notons que toutes les sociétés canadiennes ayant des titres inscrits à la cote du NYSE ou du NASDAQ ou étant

eu cours au sud de la frontière, les ACVM⁷¹² décident, à leur tour, d'introduire en droit canadien, à partir du 30 mars 2004, en réponse à la Loi Sarbanes-Oxley, certains instruments législatifs afin de rehausser, entre autres choses, l'efficacité et l'objectivité des conseils d'administration⁷¹³. Ainsi, de nouveaux règlements sont instaurés et marquent, d'un même coup, une certaine forme de rupture avec l'approche permissive proposée par les Rapports Dey et Saucier⁷¹⁴ : le *Règlement 52-108 sur la surveillance des vérificateurs*⁷¹⁵, le *Règlement 52-109 sur l'attestation de l'information présentée dans les documents annuels et intermédiaires des émetteurs*⁷¹⁶

soumises aux obligations d'informations continues en raison de placements américains antérieurs, sont assujetties aux dispositions de la Loi Sarbanes-Oxley. En terminant, mentionnons que cette loi tient son nom des deux membres du Congrès qui en ont été les rédacteurs : le sénateur démocrate du Maryland Paul Sarbanes et le représentant républicain de l'Ohio Michael Oxley.

⁷¹² À noter que le pouvoir législatif, tant provincial (modifications à la LVMQ) que fédéral (modifications à la LCSA) tente également de renforcer la régie d'entreprise des sociétés.

⁷¹³ Ces nouvelles obligations font en sorte de reserrer les devoirs préexistants du conseil d'administration (*supra*, section 4.1.1) comme nous le rappelle Martel, *supra* note 173 à la p. 23-24. Voir également ce même auteur, aux pp. 23.24.1 et ss pour une discussion sur l'intensification judiciaire des obligations des administrateurs depuis quelques années dans le monde anglo-saxon. Par ailleurs, pour une analyse sur le contrôle judiciaire à titre d'instrument de gouvernance, nous référons le lecteur à Raymonde Crête, « La rémunération excessive des dirigeants d'entreprise et le contrôle judiciaire comme instrument de gouvernance », *supra*, note 165, aux pp. 420 et ss.

⁷¹⁴ *Supra*, note 705.

⁷¹⁵ *Règlement 52-108 sur la surveillance des vérificateurs*, R.R.Q., c. V-1.1, r.0.4 (ci après « Règlement 52-108 »). Ce règlement prévoit notamment que les états financiers des sociétés par actions publiques doivent être vérifiés par un cabinet d'experts-comptables qui participe au Conseil canadien de la reddition de comptes (« CCRC ») à la date du rapport du vérificateur. Voir également S. Rousseau et B. Gauthier, « Les nouvelles normes relatives à l'indépendance des vérificateurs : l'implantation d'un cadre conceptuel fondé sur l'autorégulation » (à être publié dans la Revue du Barreau canadienne de 2006) et R. Crête, J. Bédard et S. Rousseau, « Les vérificateurs et la fiabilité de l'information financière : le message de l'environnement institutionnel et juridique », (2004) 45 C. de D. 219.

⁷¹⁶ *Règlement 52-109 sur l'attestation de l'information présentée dans les documents annuels et intermédiaires des émetteurs*, R.R.Q., c. V-1.1, r.0.001 (ci après « Règlement 52-109 »). Le moins que l'on puisse dire, c'est que ce règlement a fait « frémir » plus d'un dirigeant d'entreprise lors de sa mise en application. Il en est de même pour son pendant américain, l'article 302 de la Loi Sarbanes-Oxley. Par contre, une décision américaine récente (21 avril 2006) semble minimiser l'impact d'une telle certification dans le cadre d'une poursuite. Voir, *In re Watchguard*, 2006 U.S. Dist. Lexis 27217. Ce règlement édicte notamment que le chef de la direction ainsi que le directeur financier de tous les émetteurs assujettis (à l'exception des fonds d'investissements) doivent certifier que les documents annuels et intermédiaires de la société (ex : la notice annuelle), suite à une révision et au meilleur de leur connaissance, reflètent une image fidèle et conforme de la situation financière de l'émetteur. Notons toutefois que les ACVM, contrairement au Législateur américain (article 404 de la Loi Sarbanes-Oxley), sont revenues sur leur décision le 10 mars 2006 et ont choisi de ne pas instaurer le *Projet de Règlement 52-111 sur les rapports sur le contrôle interne à l'égard de l'information financière*. Ainsi, les entreprises n'auront pas l'obligation d'obtenir l'opinion de leurs vérificateurs externes en ce qui concerne l'évaluation par la direction de l'efficacité du contrôle interne à l'égard de l'information financière, et ce, au grand plaisir des petits émetteurs canadiens qui voyaient en cette obligation une charge financière substantielle compte tenu de leur capitalisation. Suite à une modification éventuelle du Règlement 52-109, le chef de la direction et le chef des finances de tout émetteur assujetti seront tenus d'attester (sans obtenir l'opinion des vérificateurs), dans leurs attestations annuelles, qu'ils ont évalué l'efficacité du contrôle interne à l'égard de l'information financière de l'émetteur à la fin de l'exercice et fait en sorte que l'émetteur présente dans son rapport de gestion annuel leurs conclusions sur l'efficacité de ce contrôle, conformément à leur évaluation. Toutefois, on peut croire, qu'en pratique, plusieurs seront plus à l'aise d'obtenir un avis de leurs vérificateurs afin de se « protéger » dans le cas de poursuites éventuelles. Voir, à ce sujet, *l'Avis 52-313 des ACVM sur l'État d'avancement du projet de règlement 52-111 sur les rapports sur le contrôle interne à l'égard de l'information financière et du projet révisé de règlement 52-109 sur l'attestation de l'information présentée dans les documents annuels et intermédiaires des émetteurs*. En terminant, notons que la SEC, le 11 juillet 2006, a débuté une consultation publique sur le « fameux » article 404 de la Loi Sarbanes-Oxley.

ainsi que le *Règlement 52-110 sur le comité de vérification*⁷¹⁷. À ces règlements s'ajoutent également, depuis le 30 juin 2005, le *Règlement 58-101 sur l'information concernant les pratiques en matière de gouvernance*⁷¹⁸ et l'*Instruction générale 58-201 relative à la gouvernance*⁷¹⁹ qui encadrent directement la gouvernance des entreprises en reprenant essentiellement les anciennes directives des articles 472 à 475 du Guide TSX adoptée en 1995⁷²⁰. En outre, les ACVM,

⁷¹⁷ *Règlement 52-110 sur le comité de vérification*, R.R.Q., c. V-1.1, r.0.02. Ce règlement (inspiré de l'article 301 de la Loi Sarbanes-Oxley) impose notamment que les membres du conseil de vérification (un minimum de trois membres) soient tous indépendants (le devoir d'indépendance étant plus élevé pour les membres du comité de vérification) et qu'ils recommandent le vérificateur externe au conseil d'administration (ainsi que sa rémunération) tout en étant directement responsable de la surveillance de ses travaux. De plus, ceux-ci doivent posséder une compétence en matière financière ou être en voie d'en acquérir une dans un délai raisonnable. Toutefois, notons que les membres du comité de vérification ne sont pas tenus d'avoir une connaissance des principes comptables généralement reconnus (« PCGR », en anglais « GAAP ») et des normes de vérification généralement reconnues (« NVGR », en anglais « GAAS »). De plus, notons qu'en raison notamment des responsabilités accrues demandées au sein des comités de vérification, une étude récente de la firme Spencer Stuart, spécialisée dans la recherche de cadres de direction, démontre que le salaire des présidents des comités de vérification des grandes sociétés canadiennes a doublé au cours des cinq dernières années. Voir à ce sujet le document « Indice canadien des conseils d'administration 2005 » : <http://content.spencerstuart.com/sswebsite/pdf/lib/CanadianBI-2005c.pdf> (page consultée le 5 septembre 2006, à 17h45). Finalement, mentionnons que la décision *In Re Standard Trustco Ltd.*, *supra*, note 626, établit que les devoirs des administrateurs membre du comité de vérification sont plus élevés.

⁷¹⁸ *Règlement 58-101 sur l'information concernant les pratiques en matière de gouvernance*, R.R.Q., c. V-1.1, r.0.1.01.1 (ci-après « Règlement 58-101 »). Ce règlement impose des obligations de divulgation précises sur les pratiques de régie d'entreprise des émetteurs lorsqu'ils rédigent leur circulaire de sollicitation de procurations (ou s'ils ne sont pas tenus d'en envoyer une, dans leur notice annuelle). Par contre, à la différence de l'IG 58-201 (*infra*, note 719), une comparaison avec les pratiques exemplaires n'est pas requise.

⁷¹⁹ L'*Instruction générale 58-201 relative à la gouvernance*, 2 B.A.M.F. № 15 (ci-après « IG 58-201 »). On y édicte des pratiques adéquates pour rehausser la régie d'entreprise, sans que celles-ci aient un caractère obligatoire. Ainsi, le Législateur, considérant que, d'une part, il est préférable d'octroyer une certaine liberté aux entreprises et que, d'autre part, les pratiques de gouvernance sont en constante évolution, décide de ne pas imposer, au sein de cette instruction, des règles contraignantes. Toutefois, on exige des sociétés qu'elles fassent état de leurs pratiques réelles en matière de gouvernance d'entreprise en parallèle avec les pratiques exemplaires proposées par ce règlement. Dans ce règlement, on établit notamment que le conseil d'administration doit être composé d'une majorité d'administrateurs indépendants. Voir Thierry Dorval, *Governance of Publicly Listed Corporation*, *supra*, note 614 et Stéphane Rousseau, « La gouvernance d'entreprise à la croisée des chemins : comment restaurer la confiance des investisseurs à la suite de l'affaire Enron? », *supra*, note 699, aux pp. 74 et ss, pour une discussion élaborée sur l'impact de la notion d'indépendance sur le conseil d'administration. Voir également Jonathan Gabriel, « Independent Directors Not a Trouble-free Panacea for Corporate Fraud », 38 *Suffolk U.L. Rev.* № 3, p. 641, où on informe le lecteur que la constitution d'un conseil d'administration majoritairement indépendant n'est pas nécessairement une panacée réglant la problématique de la régie d'entreprise. Dans un même ordre d'idées, mentionnons que Peter Dey (auteur du Rapport Dey, *supra*, note 705) a fait volte-face et édicte maintenant que la recommandation d'avoir un conseil d'administration majoritairement indépendant n'est plus nécessaire à ses yeux. Il avance plutôt que les administrateurs devraient faire une déclaration reconnaissant leur devoir, en tant qu'administrateurs, d'agir de façon indépendante et dans le meilleur intérêt de l'entreprise. Voir, Janet McFarland, « Mr Dey's About-Face », *Globe & Mail*, 17 juillet 2006. De plus, ce règlement recommande aussi l'adoption d'un code d'éthique par le conseil d'administration, la séparation des postes de président du conseil d'administration et de chef de la direction, une formation adéquate pour tous les nouveaux administrateurs et de la formation continue pour l'ensemble des administrateurs. Par ailleurs, notons que les pratiques exemplaires en matière de gouvernance sont sensiblement identiques de part et d'autre de la frontière canado-américaine. Toutefois, un fait intéressant est que le NYSE recommande la constitution d'un comité de régie d'entreprise, ce que les ACVM ne font pas. Finalement, pour un exposé sur le rôle des normes périjuridiques en droit des sociétés, voir S. Rousseau, « Canadian Corporate Governance reform : In Search of a Regulatory Role for Corporate Governance Law », dans J. Sarra, dir., *Global Capital Markets, Merging and Emerging Boards : Current Issues in Corporate Governance*, Vancouver, UBC Press, 2003, p. 3.

⁷²⁰ *Supra*, note 56. Ces directives prenaient leur source en Angleterre suite au rapport publié en décembre 1992 par un comité présidé par Adrian Cadbury, ayant pour titre « The financial Aspect of Corporate Governance ». Voir, à ce

conscientes que le fardeau imposé par ces nouvelles obligations peut être parfois lourd pour les plus petits émetteurs, font en sorte de limiter l'application de certaines règles pour les émetteurs inscrits à la Bourse de croissance TSX⁷²¹. Par ailleurs, mentionnons qu'une étude récente démontre que les entreprises canadiennes de plus grande taille sont plus efficaces dans le domaine de la gouvernance d'entreprise en raison notamment de leurs expertise et de leurs ressources financières considérables⁷²². Finalement, comme dans tout cas de mutation sociale, cette réforme ne fait pas l'affaire de tous. D'une part, elle a ses partisans qui louangent l'avènement d'une bonne gouvernance « coûte que coûte » et, d'autre part, ses détracteurs, qui brandissent le spectre de ses coûts exorbitants et la critiquent au nom de l'efficacité et de la libre entreprise⁷²³. Évidemment, tout le monde est pour la vertu, mais rares sont ceux qui veulent en payer le prix!

Qu'à cela ne tienne, pouvons-nous considérer que cette nouvelle législation qui rend la tâche plus ardue pour les divers conseils d'administration de sociétés par actions publiques et milite en faveur d'un regard accru sur leurs actes, rehausse la protection des actionnaires minoritaires? Nous sommes portés à croire qu'une telle réglementation ne peut qu'être bénéfique pour l'ensemble du tissu actionnarial canadien. D'ailleurs, les principes de l'OCDE sur le gouvernance d'entreprise reconnaissent que la régie d'entreprise doit protéger les droits des actionnaires et faciliter leur exercice tout en assurant un traitement équitable de tous les actionnaires, y compris les actionnaires minoritaires⁷²⁴. En outre, les administrateurs, étant de

sujet, A. Roy, « Régie interne : les nouvelles exigences de la Bourse de Toronto », dans Service de la formation permanente, Barreau du Québec, *Développements récents en droit commercial*, Cowansville, Yvon Blais, 1995, p. 151.

⁷²¹ Ces émetteurs sont alors qualifiés d'« émergents ». Par exemple, ces émetteurs bénéficieront d'exemptions, notamment pour certaines règles relatives aux comités de vérification (Règlement 52-108) et à celles relatives à la divulgation (Règlement 58-101). Par ailleurs, peut-être serait-il intéressant de se questionner sur la pertinence actuelle des règles de gouvernance en fonction du type d'actionnariat des sociétés? En effet, la culture d'une entreprise où il y a un actionnaire de référence est fort différente de celle qui existe dans une société à actionnariat dispersé (*supra*, section 2.1.3).

⁷²² Voir, à ce sujet, l'article suivant de John Gray publié dans le Magazine Canadian Business du 17 juillet 2006 : <http://www.canadianbusiness.com/rankings/boardreport/index.jsp?pageID=article&year=2006&type=overview&content=overview> (page consultée le 7 septembre 2006, à 17h).

⁷²³ Nous citons ici la position de Robert Dunton, chef de la direction de Rona Inc. qui fait la mise en garde suivante : « avec ces nouvelles règles, le conseil d'administration ressemblera davantage à un conseil de surveillance, et le gérant risque d'adopter une attitude de bureaucrate qui contaminera toute l'organisation ». Guylaine Saucier, auteure du célèbre rapport éponyme (*supra*, note 705) est d'ailleurs du même avis : « J'ai peur que cette obsession de la gouvernance crée une culture de conformité chez les administrateurs de sociétés publiques. Sans un certain dynamisme, vous ne pouvez faire des profits. Si les administrateurs passent leur temps à cocher des petites cases de la réglementation, ils ne pourront faire ce qu'ils sont supposés faire : faire prospérer l'entreprise. » Voir S. Desjardins, « Régie d'entreprise - La religion de la gouvernance attaquée », Magazine Finance, entrevue avec T. C. Pauchant, août 2003.

⁷²⁴ *Supra*, note 703.

plus en plus sous la loupe, tant des ACVM, des tribunaux⁷²⁵ et de l'opinion publique⁷²⁶, sont maintenant tenus d'agir avec une probité et une bonne foi quasi irréprochables. Ainsi, ils se doivent d'être constamment redevables envers l'ensemble des parties prenantes de l'entreprise⁷²⁷. S'en suit alors une protection accrue des actionnaires minoritaires jumelée à une réhabilitation progressive de la confiance des épargnants dans le marché des capitaux⁷²⁸.

⁷²⁵ D'ailleurs, tout le tollé médiatique entourant les divers procès impliquant des dirigeants d'entreprises envoie un message très clair : les tribunaux ne lésineront plus avec ce genre d'infraction (particulièrement aux États-Unis, mais de plus en plus au Canada également). De plus, l'avènement d'un régime de responsabilité civile applicable au marché secondaire depuis le 31 décembre 2005 en Ontario (*Loi de 2002 sur le respect de l'engagement d'assurer une économie saine*, L.O. 2002, c. 22 (projet de loi 198)) donne une avenue additionnelle aux investisseurs pour prendre des recours lors d'abus au sein des entreprises. Ce nouveau régime est assimilable à celui de la règle 10b-5 de la SEC. En terminant, notons que cette augmentation du risque de poursuite a fait réaliser aux administrateurs l'importance d'avoir une police d'assurance adéquate qui répond à leurs besoins. Pour des explications sur l'analyse des polices d'assurance responsabilité des administrateurs et dirigeants, voir le document suivant préparé par le cabinet Fasken Martineau LLP : [http://www.fasken.com/WEB/FMDWEBSITEFRENCH.NSF/AIIDoc/A3EDA4756BF57272852571A30056B131/\\$File/FICHEJURIDIQUE_MARTINSHEEHAN_AOUT2006.PDF](http://www.fasken.com/WEB/FMDWEBSITEFRENCH.NSF/AIIDoc/A3EDA4756BF57272852571A30056B131/$File/FICHEJURIDIQUE_MARTINSHEEHAN_AOUT2006.PDF) (page consultée le 7 septembre 2006, à 11h45).

⁷²⁶ Comme l'avance le Professeur Rousseau dans « Sans frontières? Les devoirs des administrateurs de sociétés par actions à la lumière de la jurisprudence récente », *supra*, note 642, à la p. 115, en citant M.A. Eisenberg, « Corporate Law and Social Norms », (1999) 99 Col. L. Rev. 1253, nous assistons à une modification des systèmes de croyances (« belief system ») de la communauté relativement aux obligations associées à la fonction d'administrateur.

⁷²⁷ *Supra*, section 4.1.1.1.

⁷²⁸ Malgré ces « palliatifs législatifs », le monde financier américain, notamment, est toujours aux prises avec des scandales à répétition de tout acabit, passant de transactions boursières irrégulières à des manipulations de prix de vente ou à de fausses facturations. On ne peut également passer sous silence toute la saga récente entourant les régimes d'options d'achats antidatés de manière illégale au sein de plusieurs entreprises américaines. Sans en faire une énumération exhaustive, voici une liste de quelques entreprises américaines faisant l'objet d'accusations de conduite frauduleuse de la part du département de la justice et des procureurs fédéraux : AT & T Inc., Boeing Co, Converse Technology Inc., Prudential Financial Inc., Medtronic Inc., Brocade Communications Systems Inc., Schering-Plough Inc, Tenet Healthcare Corporation, etc. Comme quoi, il est et fort difficile, voire utopique, de penser légiférer de manière hermétique la moralité humaine...

4.2. L'activisme de l'actionariat : le rôle grandissant des investisseurs institutionnels⁷²⁹

Avant de se questionner sur l'impact de ces investisseurs sur le marché des capitaux canadiens⁷³⁰, il est approprié, dans un premier temps, de qualifier l'expression « investisseurs institutionnels »⁷³¹. Nous regroupons sous le vocable « investisseurs institutionnels » les institutions financières suivantes : les banques⁷³² et autres institutions de dépôt⁷³³, les compagnies d'assurances⁷³⁴, les caisses de retraite⁷³⁵, les fonds communs de placement⁷³⁶ et les

⁷²⁹ Une analyse exhaustive de ce sujet dépasse le cadre actuel de ce mémoire. Pour des textes sur l'activisme de l'actionariat, voir par exemple S. I. Erlichman, « Canadian Institutional Investor Activism in the 21st Century : The Sleeping Giants Awaken », dans *The 9th Queen's Annual Business Law Symposium*, Toronto, Carswell, 2002, 199, G. R. M. Haynen, « Shareholders Activism », dans *The 6th Queen's Annual Business Law Symposium*, Toronto, Carswell, 1999, 97, Philippe Manière, « Marx à la corbeille: Quand les actionnaires font la révolution », éd. Stock, 1999, R. Crête 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 R.D. McGill 864, J.G. MacIntosh, « Institutional Shareholders and Corporate Governance in Canada », (1996) 26 Can. Bus. L.J. 145, Stéphane Rousseau, « L'influence des investisseurs institutionnels sur la régie d'entreprise au Canada », (1996) 37 C. de D. p. 305, M.P. Smith, « Shareholder activism by institutional investors : evidence from CalPERS » (1996), 51 J. Fin., 253, J. G. MacIntosh et L.P. Lawrence, « Les investisseurs institutionnels et les actionnaires dominants contribuent-ils à faire augmenter la valeur de l'entreprise? », dans R. K. Morck et R. J. Daniels, dir., *La prise des décisions dans les entreprises au Canada*, Calgary, University of Calgary Press, 1995, à la p. 357, J. G. MacIntosh, « The Role of Institutional and Retail Investors in Canadian Capital Market », (1993) 31 Osgoode Hall L.J. 370 et B. S. Black, « The values of institutional investor monitoring : the empirical evidence », (1992) 39 U.C.L.A. L. Rev., 895.

⁷³⁰ Ces acteurs, extrêmement présents dans le marché des capitaux, engendrent une institutionnalisation du marché des valeurs mobilières. À titre indicatif, notons qu'au Canada, la valeur en titres de sociétés qu'ils détiennent est passée de 4,7 milliards en 1969 à 160 milliards en 1995. Voir J.G. MacIntosh, « Institutional Shareholders and Corporate Governance in Canada », *supra*, note 726, à la p. 147. En outre, mentionnons que lors d'un PAPE, les investisseurs institutionnels font l'acquisition généralement d'environ 70 % des titres émis sur le marché.

⁷³¹ Nous empruntons ici la nomenclature proposée par Stéphane Rousseau, « L'influence des investisseurs institutionnels sur la régie d'entreprise au Canada », *supra*, note 726, aux pp. 311 et ss.

⁷³² Selon le Ministère des finances du Canada (octobre 2001), les 6 plus grandes banques canadiennes selon leurs actifs (en milliards) sont : Banque Royale du Canada (360), Groupe financier banque TD (288), Banque Canadienne Impériale de Commerce (287), Banque de la Nouvelle-Écosse (284), Banque de Montréal (239) et la Banque Nationale du Canada (76).

⁷³³ On pense ici, invariablement, au Mouvement des caisses Desjardins (118 milliards en actif).

⁷³⁴ Particulièrement celles qui sont dans le domaine de l'assurance-vie. Selon le Ministère des finances (septembre 2002), les principales sociétés oeuvrant dans l'assurance de personnes selon leurs actifs (en milliards) sont : Financière Sun Life du Canada Inc. (suite à son acquisition en 2002 de Clarica Compagnie d'assurance sur la vie, 43,5 milliards), Compagnie d'assurance-vie Great West (27,7), Société financière Manuvie (22) et Canada Life financial Corporation (14,6).

⁷³⁵ Les caisses de retraites se divisent en deux sous-catégories : les caisses de retraite gouvernementales ou publiques et les caisses de retraite privées. Les caisses de retraites publiques peuvent, quant à elles, se subdiviser en deux autres catégories : les régimes de retraite universels (ex : le régime des rentes du Québec, administré par la CDPQ) et les caisses de retraite publiques limitées aux employés travaillant dans certains secteurs publics (ex : OMERS (actifs de 41 milliards) et la RREO (actifs de 96 milliards)). Du côté privé, il s'agit des divers régimes complémentaires de retraite instaurés par des employeurs ou des associations de salariés.

⁷³⁶ Les fonds communs de placement se divisent également en deux catégories : les fonds commun de placements à capital variable (c'est-à-dire les fonds mutuels) et les fonds commun de placements à capital fixe (peu nombreux au Canada). Il y a plus de 4700 fonds mutuels au Canada. Pour une liste des joueurs « dominants » dans ce secteur d'activité, voir cette étude faite en 2003 par le Ministère des finances du Canada : http://www.fin.gc.ca/toctf/2003/cmfi_f.html (page consultée le 12 septembre 2006, 15h45).

gestionnaires de portefeuilles⁷³⁷. Pour faciliter la compréhension de cette section du mémoire, nous incluons également dans la notion d'investisseurs institutionnels, les firmes d'investissements privés⁷³⁸. Celles-ci sont des entreprises qui se spécialisent dans l'achat de sociétés publiques ou privées⁷³⁹ dans l'optique de les revendre, quelques années plus tard, après avoir réduit les coûts d'opération et augmenté leur valeur⁷⁴⁰.

L'avènement du phénomène de l'activisme institutionnel est relativement récent au Canada. Comme l'expliquait S. I. Erlichman, lors du Colloque en droit des affaires de l'Université Queen's en 2002, plusieurs facteurs peuvent expliquer l'entrée « tardive » de ces intervenants dans le paysage corporatif canadien⁷⁴¹ : la tendance à vendre les titres d'une entreprise plutôt que de débiter une « bataille » avec ses dirigeants⁷⁴², le phénomène des

⁷³⁷ Bien que la gestion de portefeuille puisse se faire à l'interne par des employés de l'institution, plusieurs investisseurs institutionnels délèguent la gestion de leurs portefeuilles à des gestionnaires externes (ex : Jarislowsky Fraser Limitée (actifs de 58 milliards)). En outre, mentionnons que, contrairement à la conception populaire, la CDPQ est un gestionnaire de portefeuilles et non une caisse de retraite. Elle est d'ailleurs le plus important gestionnaire de portefeuilles au Canada avec des actifs de plus de 122 milliards. Cet actif est colossal, toute proportion gardée, si on le compare avec celui de 207 milliards du plus gros fond de pension public américain, le California Public Employees' Retirement System (ci-après « CalPERS »). Finalement, mentionnons que le CalPERS est considéré aux États-Unis comme un des « fondateurs » de l'activisme institutionnel.

⁷³⁸ Aussi nommées « firmes de capital d'investissements », « sociétés privées d'investissements » ou « fonds privés d'investissements ». En anglais, « equity investment firm » ou « private equity firm ». Par exemple: Kohlberg Kravis Roberts & Co., Blackstone Group, The Carlyle Group, Bain Capital, Texas Pacific Group, etc. En outre, bien qu'elle soit cotée à la Bourse de Toronto (elle est d'ailleurs la seule firme d'investissements cotée en bourse en Amérique du Nord), la société Onex Corp. est un bon exemple de firme d'investissements canadienne ayant un impact notable sur le marché. À plus petite échelle et dans une perspective québécoise, on peut penser à l'entreprise Novacap Inc. Finalement, ces fonds privés d'investissement comprennent aussi les sociétés spécialisées dans les fonds de couverture (« hedge fund »). Par exemple, Cerberus Capital Management LP.

⁷³⁹ Comme le démontre le tableau de l'annexe 7, ces firmes, essentiellement américaines, viennent changer le marché des fusions et acquisitions au Canada en devenant des joueurs incontournables (*supra*, note 363). Afin d'accroître encore plus leur pouvoir d'achat, ils agissent à l'occasion (et de plus en plus fréquemment) par l'entremise de consortium. De ce fait, leur pouvoir d'achat est quasi illimité. Voir à ce sujet le texte suivant préparé par la firme Stikeman Elliott LLP : <http://www.stikeman.com/newslett/MaMar06-1.htm> (page consultée le 13 septembre 2006, à 16h15).

⁷⁴⁰ En définitive, il ne sera pas question directement dans cette section de l'activisme « individuel » (c'est-à-dire, à plus petite échelle). On pense notamment à Yves Michaud (Association de protection des épargnants et investisseurs du Québec) et au Regroupement pour la responsabilité sociale et l'équité. Pour un texte fort coloré à ce sujet, voir Yves Michaud, « Petites et grandes misères de l'actionnaire à l'heure de la mondialisation », Service de la formation permanente, Barreau du Québec, *Développements récents sur les valeurs mobilières*, Cowansville, Yvon Blais, 2002, 139, p. 181. Voir aussi, la décision Michaud c. Banque Nationale du Canada, [1997] R.J.Q. 547 (C.S.).

⁷⁴¹ S. I. Erlichman, « Canadian Institutional Investor Activism in the 21st Century : The Sleeping Giants Awaken », *supra*, note 726, aux pp. 200 à 203. Voir également, Thierry Dorval, *Governance of Publicly Listed Corporation*, *supra*, note 614, à la p. 84 et R. Crête 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 », *supra*, note 726. Dans ce dernier article, mentionnons que les auteurs répertorient 10 facteurs favorisant l'activisme des investisseurs institutionnels et 13 autres encourageant plutôt un comportement passif.

⁷⁴² Ce geste est souvent décrit comme le « Wall Street Rule », c'est-à-dire que si un investisseur n'est pas satisfait de la gestion d'une société, il vend tout simplement ses titres et recherche plutôt un nouvel investissement qui lui semble plus profitable.

« resquilleurs »⁷⁴³, la concentration de l'actionnariat au Canada⁷⁴⁴, une analyse coûts/bénéfices non-concluante, etc. Toutefois, nous assistons progressivement à un « réveil de ces géants »⁷⁴⁵. Bien que plusieurs facteurs puissent expliquer cette nouvelle tendance⁷⁴⁶, la reconnaissance par les marchés financiers de la régie d'entreprise en tant que catalyseur de la valeur au sein de l'entreprise est certainement un des éléments clés expliquant ce phénomène⁷⁴⁷. Ainsi, les investisseurs institutionnels sont de plus en plus portés à agir de manière interventionniste et à « monter aux barricades » pour promouvoir une gouvernance saine des entreprises⁷⁴⁸. Partant, quels sont leurs moyens d'intervention?

Nous répertorions essentiellement cinq manières pour les investisseurs institutionnels d'exercer leur activisme. Tout d'abord, il est très fréquent que leur interventionnisme se fasse de façon privée, directement avec l'émetteur. Les discussions peuvent alors concerner la stratégie corporative de l'entreprise, la vente de la société ou l'acquisition d'un de ses concurrents, la composition de son conseil d'administration, etc. En outre, les investisseurs institutionnels ont le loisir d'exercer leur activisme par le biais de droits de votes afférents à leurs titres (ou de

⁷⁴³ En anglais « free-rider ». Ce phénomène prend forme lorsqu'un investisseur investit temps et argent pour entreprendre des démarches auprès d'une entreprise afin que celle-ci modifie certaines de ses politiques. Toutefois, lorsque ces démarches sont concluantes, c'est l'ensemble de l'actionnariat qui en bénéficie et ce, sans en supporter les coûts. Ce faisant, il semble injuste pour les clients de ces investisseurs institutionnels d'assumer la totalité des frais qui y sont afférents. Par contre, les actionnaires minoritaires ne s'en plaindront pas car ils bénéficient ainsi d'un accès à l'expertise des investisseurs institutionnels pour exercer leurs choix en tant qu'actionnaires. Pour une discussion à ce sujet, voir R. C. Pozen, « Institutional Investors : The Reluctant Activists », (janvier-février, 1994) *Harv. Bus. Rev.* 140.

⁷⁴⁴ *Supra*, section 2.1.3.

⁷⁴⁵ Nous empruntons cette expression à S. I. Erlichman, « Canadian Institutional Investor Activism in the 21st Century : The Sleeping Giants Awaken », *supra*, note 726.

⁷⁴⁶ Par exemple, la présence grandissante d'investisseurs étrangers au Canada, les modifications législatives, l'approche des tribunaux favorisant de telles contestations, etc. Voir, S. I. Erlichman, « Canadian Institutional Investor Activism in the 21st Century : The Sleeping Giants Awaken », *supra*, note 726, aux pp. 203 à 210.

⁷⁴⁷ Notons que cette conceptualisation de la régie d'entreprise n'est pas nécessairement acceptée de tous. *Supra*, section 4.1.3. Toutefois, une étude américaine récente de l'Intitutional Shareholder Services démontre que la tendance marquée vers la gouvernance d'entreprise ne devrait pas s'estomper. En effet, l'étude, faite auprès de plus de 300 investisseurs institutionnels à travers le monde, démontre que 63 % de ces derniers considèrent que la régie d'entreprise sera un élément encore plus important au sein de leur institution durant les trois prochaines années. Voir à ce sujet l'article de Alan Murray, « Corporate-Governance Concerns Are Spreading, and Companies Should Take Heed », *The Wall Street Journal*, 12 avril 2006.

⁷⁴⁸ La CCBG en est d'ailleurs un bel exemple, *supra*, note 418. Notons également que, dès 1986, leur rôle pour le maintien de la régie d'entreprise était évoqué dans A. Shleifer & R. Vishny, « Large Shareholders and Corporate Control », (1986) 94 *J. Pol. Econ.* 461. Dans un autre ordre d'idées, notons que, malgré le fait que la création de valeur soit l'objectif usuel des investisseurs institutionnels, la CDPQ (fondée en 1965), « créature » de la Révolution tranquille et du gouvernement Lesage, a également comme mandat de contribuer au dynamisme de l'économie québécoise. Ainsi, certains intervenants du marché des fusions et acquisitions canadien ont décrié, dans le passé, des prises de position de la CDPQ. On pense notamment au blocage de l'acquisition proposée par Rogers Communications Inc. du Groupe Vidéotron Limitée, en 2000, à son intervention, en 1999, dans la transaction entre Culinar Inc. (ultimement achetée par le Groupe Saputo Inc.) et la compagnie du Missouri Interstates Bakeries Corp., au blocage de la vente de Provigo Inc. (finalement acquis par Loblaw Companies Ltd. avec l'assentiment de la CDPQ) au profit de Blackstone Group, en 1993, ou à son intervention, en 1989, lors de la vente de Steinberg Inc.

menacer de le faire)⁷⁴⁹. On trouve d'ailleurs plusieurs exemples éloquentes de « batailles de procurations » chez nos voisins du sud⁷⁵⁰. Ensuite, ils ont également la possibilité, en vertu de l'article 137 LCSA⁷⁵¹, d'émettre des propositions de leur cru qui seront débattues lors de l'assemblée annuelle de l'entreprise⁷⁵². Si un investisseur institutionnel détient au moins 5% des titres de l'émetteur ou s'entend avec d'autres actionnaires pour obtenir une telle participation, il a aussi le pouvoir de demander la convocation d'une assemblée⁷⁵³. Finalement, au surplus de ces moyens extrajudiciaires, les investisseurs institutionnels peuvent également décider de se faire entendre par l'entremise de l'appareil judiciaire. On pense alors notamment à l'instauration d'un recours en oppression⁷⁵⁴, d'un recours collectif⁷⁵⁵, ou d'une plainte auprès des diverses commissions en valeurs mobilières du pays⁷⁵⁶. Certes, les décisions sur la gestion de la société reviennent, dans la majorité des cas, ultimement aux dirigeants de l'émetteur, par contre, il est souvent préférable pour ces derniers de tenir compte de l'opinion de ces investisseurs⁷⁵⁷ qui, généralement, de par leur position en tant qu'actionnaires importants, peuvent contrecarrer certaines volontés corporatives ou, à tout le moins, rendre leur tâche beaucoup moins aisée.

Durant les dernières années, le milieu des affaires canadiens a été témoin de plusieurs situations où les investisseurs institutionnels refusaient de se comporter en tant que simples

⁷⁴⁹ Pour ce faire, ils se réfèrent fréquemment aux conseils de firmes spécialisées en vote par procurations : Institutional Shareholders Services Inc. aux États-Unis et, au Canada, sa filiale, Fairvest Securities Corp.

⁷⁵⁰ Voir par exemple le conflit entre Carl Icahn et le géant des médias, Time Warner Inc., au sujet notamment du conseil d'administration de la société et de sa stratégie corporative. Pour des articles intéressants sur le sujet, voir Richard Siklos & Andrew Ross Sorkin, « For Icahn, Fielding a Team May Be as Tough as Playing the Game », *The New-York Times*, 16 janvier 2006 et Andrew Ross Sorkin, « To Battle, Armed With Shares », *The New-York Times*, 4 janvier 2006. On peut aussi penser à l'activisme fait, notamment, par les milliardaires américains Nelson Peltz (H.J. Heinz Co.) et Kirk Kerkorian (General Motors Corporation).

⁷⁵¹ 99(1)(11) OBCA. Cette alternative n'est pas disponible pour les actionnaires de sociétés sous l'égide de la LCQ.

⁷⁵² Pour une explication sur le processus afférent à cette technique d'activisme, nous vous référons à R. Crête & S. Rousseau, *Droit des sociétés par actions*, *supra*, note 313, aux pp. 595 et ss. Notons ici la possibilité pour l'auteur de la proposition de devoir rédiger une circulaire de sollicitation de procurations (137(2) LCSA et 99(2) OBCA).

⁷⁵³ 143 LCSA, 99 LCQ et 105 OBCA.

⁷⁵⁴ *Supra*, section 2.3.3. Voir *Ford Motor Co. of Canada, Ltd. c. Ontario Municipal Employees Retirement Board et al.*, *supra*, note 453. Il en est de même dans le cas du recours en oppression pris par Cathalyst Fund General Partner I Inc. (fond de couverture) contre Hollinger Inc. demandant (avec succès) la destitution de 3 administrateurs siégeant au sein du conseil d'administration de Hollinger Inc. Voir *Catalyst Fund General Partner I Inc. et al. c. Peter White and Hollinger Inc.*, *supra*, note 457.

⁷⁵⁵ Par exemple, le recours contre YBM Magnex International, initié par British Columbia Investment Management et Connor Clark & Lunn Investment Management Ltd. (règlement à l'amiable) et celui pris par RREO contre Nortel Networks Inc. et certains de ses anciens dirigeants.

⁷⁵⁶ Dans un contexte transactionnel, on verra fréquemment, pour ne pas dire dans tous les cas, des demandes d'interdiction d'opérations sur les titres afférents à un régime de droits (*supra*, section 1.1.6.1(1)).

⁷⁵⁷ Les émetteurs peuvent alors se référer, par exemple, aux guides de vote par procurations publiés par plusieurs de ces investisseurs qui proposent aux entreprises des lignes de conduite qui, à leurs yeux, sont jugées acceptables (ex : CDPQ, OMERS, RREO, etc.).

observateurs et décidaient plutôt d'être parties prenantes aux destinés corporatives des entreprises faisant partie de leurs portefeuilles. Bien que les exemples d'activisme des investisseurs institutionnels soient légion, nous nous proposons de répertorier certaines de ces interventions qui ont eu court récemment au Canada. Dans un contexte transactionnel, on pense aux diverses pressions faites par Carl Icahn auprès de Fairmont Hotels & Resorts Inc.⁷⁵⁸, à celles provenant de Pirate Capital LLC⁷⁵⁹ pour que l'entreprise Intrawest Corporation soit vendue⁷⁶⁰, à la contestation judiciaire de Scion Capital LLC⁷⁶¹ dans le cadre de la transaction impliquant les compagnies aurifères Gold Field Limited et Bolivar Gold Corp⁷⁶² ou aux efforts entrepris par le fond de couverture Eminence Capital LLC pour que la firme d'investissements privés Kohlberg Kravis Robert & Co. augmente son offre dans le cadre de son acquisition de Masonite International Corporation. Dans un même ordre d'idées, on ne peut passer sous silence le rôle joué par les investisseurs institutionnels dans la « saga » entourant la privatisation de Ford Canada Inc⁷⁶³, dans la transaction impliquant Sears Canada Inc.⁷⁶⁴, dans l'acquisition prévue par MI Developments Inc. de Magna International Inc.⁷⁶⁵ et dans la vente de Molson Inc. à Adolph Coors Co.⁷⁶⁶ Cet activisme n'est pas toutefois l'apanage des situations de changement de contrôle. On le retrouve également dans d'autres contextes⁷⁶⁷. Prenons l'exemple du fond de

⁷⁵⁸ *Supra*, note 28.

⁷⁵⁹ Pirate Capital LLC, une entité basée au Connecticut, est d'ailleurs reconnue comme étant un fond de couverture passablement « agressif ». D'ailleurs, ce fond n'en est pas à ses premiers balbutiments. Par exemple, certaines sociétés américaines ont déjà cédé à ses pressions : James River Coal Co. (mise en vente), Cornell Co. (modification de son conseil d'administration) et Walter Industries Inc. (fractionnement de ses activités commerciales (« spin off »)).

⁷⁶⁰ *Supra*, note 683. Lors de ses « demandes », Pirate Capital LLC détenait 12 % des titres d'Intrawest Corporation. Une position de 5 % par un fond de couverture étant considérée en pratique comme « agressive ».

⁷⁶¹ Scion Capital LLC est un fond de couverture basé en Californie.

⁷⁶² Voir à ce sujet la décision *Scion Capital c. Bolivar Gold Corp.*, *supra*, note 273, de la Cour suprême du Yukon lors de l'homologation du plan d'arrangement afférent à cette opération.

⁷⁶³ *Ford Motor Co. of Canada, Ltd. c. Ontario Municipal Employees Retirement Board et al.*, *supra*, note 453. Le recours en oppression étant pris ici par OMERS.

⁷⁶⁴ Dans cette affaire, les fonds de couverture new-yorkais Hawkeye Capital Management LLC, Knott Partners Management LLC et Pershing Square Capital Management LP (détendant collectivement 14,1 % des titres de Sears Canada Inc.) contestent l'opération (*supra*, note 545).

⁷⁶⁵ Dans ce cas, le fond de couverture Greenlight Capital LLC a fait en sorte de rallier assez de droits de vote pour que MI Developments Inc. ne puisse faire l'acquisition de Magna Entertainment Corporation (le plus grand exploitant de pistes de courses de chevaux en Amérique du Nord). Bloquant ainsi les volontés de Frank Stronach de jumeler les activités de ces deux filiales de Magna International Inc.

⁷⁶⁶ Dans cette opération, la CDPQ et la RREO, notamment, ont mis de la pression, avec succès, pour que les détenteurs d'options d'achat d'actions ne puissent pas voter lors du vote pour approuver le plan d'arrangement. Nous vous référons également à R. F. Bruner, « An analysis of value destruction and recovery in the alliance and proposed merger of Volvo and Renault », (1999) 51 J. Fin. Econ. 125, pour un texte illustrant l'impact des investisseurs institutionnels dans le blocage de l'acquisition de Volvo par Renault en 1993. Finalement, se référer à M. Hennessey, « Corporate Governance Mechanisms in Action : The Case of Air Canada », *supra*, note 205, pour un cas où les investisseurs institutionnels se sont avérés étonnamment peu loquaces dans un contexte transactionnel.

⁷⁶⁷ Un des thèmes qui est en ce moment fortement débattu et qui le sera, certes, par les investisseurs institutionnels dans les prochaines années est la rémunération des dirigeants de sociétés par actions publiques. Voir la section 1.1.6.1(2) du présent mémoire. Il en est de même pour la manière dont les administrateurs sont élus. En effet, le processus actuel octroie seulement deux alternatives aux actionnaires : voter en faveur d'un administrateur ou

couverture new-yorkais Paulson & Co., le plus gros actionnaire d'Algoma Steel Inc. qui, en brandissant la menace de procéder à une « bataille de procuration », imposa que la société exécute une distribution de 200 millions à ses actionnaires⁷⁶⁸.

Pouvons nous considérer que la volonté grandissante des investisseurs institutionnels à intervenir au sein de la « gestion » des émetteurs puisse être bénéfique pour les actionnaires minoritaires? Nous répondons à cette question par l'affirmative. En effet, étant d'opinion que la recherche d'une régie d'entreprise optimale soit un des fils conducteurs pour la création de valeur au sein de la société⁷⁶⁹ et, considérant que les investisseurs institutionnels sont actuellement, et de plus en plus, les portes étendards de la gouvernance d'entreprise, nous jugeons que cette tangente contemporaine, prônant un activisme accru, ne peut qu'être bénéfique pour l'ensemble des parties prenantes⁷⁷⁰ en favorisant, à la fois, un rééquilibrage des « forces en présence » à l'intérieur de la société et une augmentation de l'efficacité du marché⁷⁷¹. En terminant, nous voulons toutefois apporter un bémol. Depuis quelque temps, l'activité des fonds de couverture⁷⁷² est de plus en plus en vogue dans les marchés financiers et nous opinons

s'abstenir. Ainsi, dès qu'un administrateur recueille un vote favorable, il peut en principe être élu au conseil d'administration! La CCBG fait d'ailleurs des pressions auprès des sociétés pour qu'elles adoptent des « politiques de vote majoritaire ». Pour en savoir plus sur ce nouveau « cheval de bataille » des activistes, voir les articles Gretchen Morgenson, « Finally, Shareholders Start Acting Like Owners », *The New-York Times*, 11 juin 2006 et Diane Francis, « Corporate democracy an oxymoron : Shareholders need more teeth to fight mediocre boards », *National Post*, 5 mai 2006.

⁷⁶⁸ Algoma Steel Inc accepta également de nommer deux administrateurs sur recommandation de Paulson & Co. et de maintenir sa stratégie corporative axée sur la recherche d'acheteurs potentiels. Finalement, notons que dans les semaines suivantes la distribution en numéraire aux actionnaires, Paulson & Co. diminua sa position dans le titre de Algoma Steel Inc de 19 % à 5 %.

⁷⁶⁹ Notons toutefois que l'impact direct de l'activisme des investisseurs institutionnels sur la valeur des entreprises serait mitigé selon certaines études. Pour un sommaire de ces études, voir B. S. Black, « The Value of Institutional Investor Monitoring : The Empirical Evidence », *supra*, note 726. Voir par exemple S.R. Rao & C.R. Lee-Sing, « Les structures de régie, la prise de décision et le rendement des entreprises en Amérique du Nord » dans *La prise de décision dans les entreprises au Canada*, *supra*, note 388. Pour une étude concluant qu'il y a une relation positive entre le niveau de propriété institutionnelle et la valeur de la société, voir J.G. MacIntosh & L.P. Schwartz, « Les investisseurs institutionnels et les actionnaires dominants contribuent-ils à faire augmenter la valeur de l'entreprise? », dans R.J. Daniels & R. Morck, dir., *La prise de décision dans les entreprises au Canada*, Calgary, University of Calgary Press, 1995, p. 357.

⁷⁷⁰ *Supra*, section 4.1.1.1 *in fine*.

⁷⁷¹ Le professeur MacIntosh évoquait déjà en 1993 l'impact des investisseurs institutionnels sur l'efficacité du marché. Voir, G. MacIntosh, « The Role of Institutional and Retail Investors in Canadian Capital Market », *supra*, note 726, à la p. 383.

⁷⁷² Même s'il n'existe pas de définition formelle, on appelle généralement « fonds de couverture » un véhicule de placement collectif qui présente les caractéristiques suivantes : une stratégie de placement non traditionnelle axée sur le rendement absolu rajusté en fonction du risque, l'utilisation d'un levier financier et une structure de frais liée au rendement. Nous référons le lecteur à ce document préparé par la firme Osler, Hoskin & Harcourt LLP qui fait le point sur les fonds de couverture : <http://www.osler.com/uploadedFiles/Resources/up-1451a.pdf> (page consultée le 13 septembre 2006, à 14h).

que l'avènement de ces nouveaux joueurs pourrait changer la mise⁷⁷³. En effet, l'horizon de placement de ces entités est toujours à court terme et leur vision, dans la majorité des cas, coïncide rarement avec celle des investisseurs à moyen et long terme. *A fortiori*, le manque de réglementation dans ce secteur d'activité rend leur pratique peu transparente. De ce fait, nous estimons qu'un émetteur cédant aux pressions de ces derniers pourrait potentiellement être en contravention de ses obligations envers la société⁷⁷⁴. Évidemment, loin de nous l'intention d'analyser cette problématique. Toutefois, nous pensons qu'il serait approprié dans l'avenir que des universitaires, tant du domaine économique que juridique, se penchent sur cette question. Sans vouloir jouer les prophètes, il serait possible que ce phénomène anime plusieurs débats dans un avenir pas si lointain...⁷⁷⁵

⁷⁷³ L'ensemble des fonds de couverture générerait d'ailleurs un actif de plus de un trillion de dollars américains! Voir les articles de Theresa Tedesco & Lori Mcleod, « Hedge funds ruled the day : How Falconbridge was pushed into the arms of Xstrata », National Post, 29 juillet 2006 et de Sandra Rubin, « Hedge funds redrawing art of the deal: Special committees, pricing, poison pills all affected », National Post, 3 mai 2006.

⁷⁷⁴ *Supra*, section 4.1.1. Robert Parizeau soulevait d'ailleurs cette problématique lors d'une allocution au Congrès annuel de l'Association des économistes québécois, le 5 mai 2006. Voir : <http://www.asdeq.org/congres/pdf/2006/Robert-Parizeau.pdf#search=%22yvan%20allaire%20revue%20forces%22> (page consultée le 13 septembre 2006 à 14h15). D'autres ont toutefois une vision différente à ce sujet. Voir Andrew Willis, « Hedge funds starting to lift governance bar », Globe and Mail, 10 janvier 2006.

⁷⁷⁵ Il aurait également été intéressant d'analyser l'impact du présent courant mondial favorisant une montée de l'activisme politique dans un contexte transactionnel. En effet, les diverses vagues actuelles de consolidation dans plusieurs secteurs (notamment celui des matières premières) sollicitent, pour certains, un désir accru de protectionnisme de la part de la classe politique. Plusieurs personnes, clamant un patriotisme économique au nom de la protection des intérêts nationaux, ont décrié les impacts potentiels de certaines transactions, autant du côté européen (ex : acquisition d'Arcelor S.A. par Mittal Steel Co.), américain (ex : tentative d'achat d'Unocal Corporation par China National Offshore Oil Corp.) que canadien (ex : achat avorté de la minière Noranda Inc. par China Minmetal Corp.). Partant, au niveau canadien, il est maintenant fréquent d'entendre un tollé de contestations lors de chaque acquisition d'une entreprise par un compétiteur étranger. Sans vouloir, ni même aspirer à régler cette problématique, nous considérons que cette polémique doit fortement être nuancée (nous émettons toutefois une certaine réserve en ce qui a trait aux industries dites « sensibles »(culture, communications, etc.)). Tout d'abord, il est faux de penser que l'ensemble des entreprises canadiennes se font et se feront engloutir par une marée de « mondialisation corporative ». Les exemples de sociétés canadiennes qui font des acquisitions à l'étranger sont nombreux (quoique moins médiatisés) Pensons notamment aux diverses transactions faites sur le marché américain par Couche-Tard Inc. et le Groupe de sécurité Garda Inc., tout comme aux acquisitions faites par Goldcorp Inc. (Glamis Gold Ltd.), Agrium Inc. (Royster Clark Inc.) et Alcan Inc. (Pechiney SA). En outre, nous croyons que ces « pertes » d'entreprises (étant particulièrement dans le secteur primaire) doivent plutôt éveiller notre classe dirigeante à édicter des politiques favorisant une promotion accrue de l'économie du savoir. En effet, nous pensons que la « perte » de ces sociétés, en proie aux lois inévitables du marché, doit plutôt guider la classe canadienne à évoluer vers une nouvelle phase économique. Les joueurs mondiaux dominants dans l'économie du 21^e siècle seront sans contredit ceux qui auront, avec succès, délaissé leur économie industrielle pour évoluer progressivement vers une « nouvelle économie » axée particulièrement sur le secteur tertiaire et les activités immatérielles.

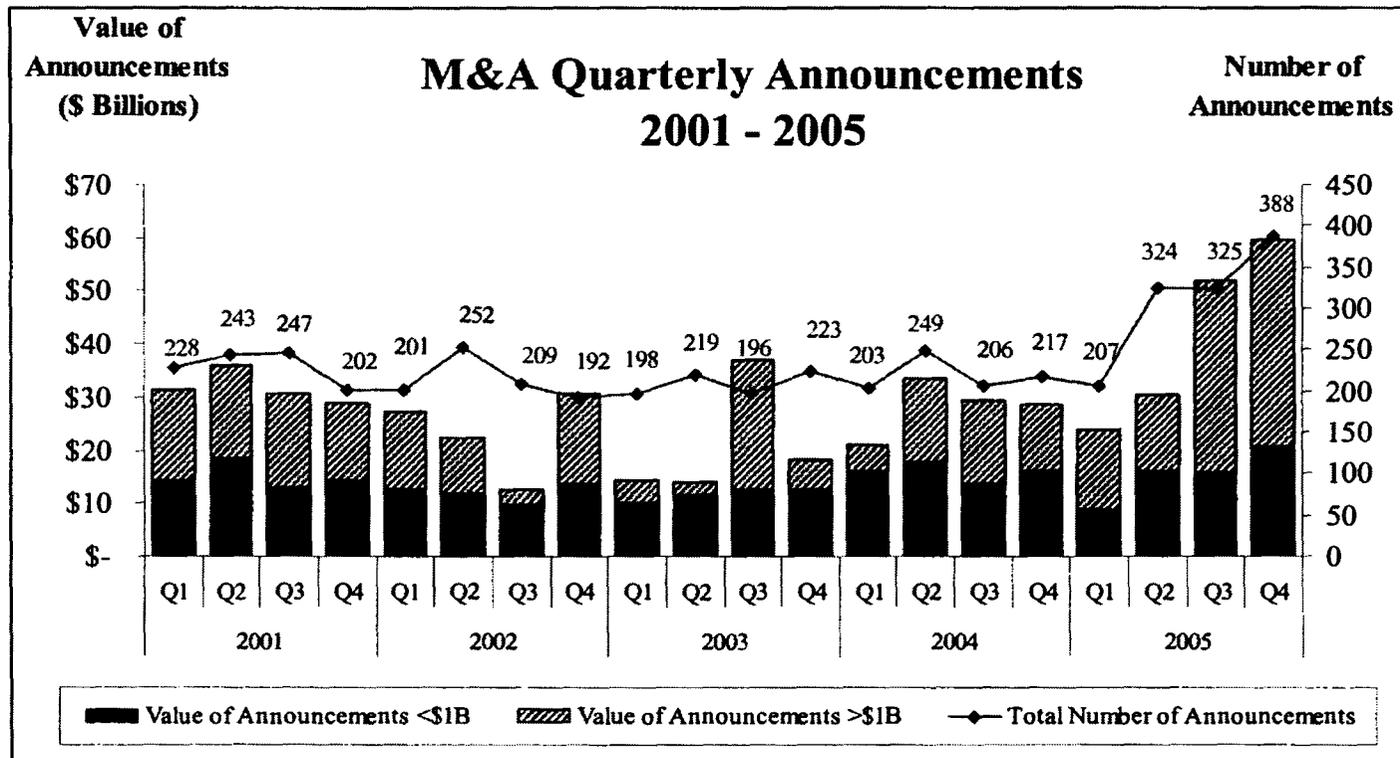
CONCLUSION :

Lors de ce mémoire, nous avons tenté de dresser un portrait global du régime juridique actuel applicable aux porteurs minoritaires de titres de sociétés par actions publiques canadiennes. En s'efforçant de conserver, dans la mesure du possible, une approche axée sur la pratique du droit transactionnel, nous avons, dans un premier temps, abordé les divers mécanismes transactionnels disponibles pour les sociétés désirant procéder à une opération de changement de contrôle. Dans cette optique, nous avons à la fois discuté des opérations régies par le droit des valeurs mobilières et de celles gouvernées par le droit des sociétés. Ensuite, nous avons enchaîné en analysant, d'une part, les enjeux entourant la protection des actionnaires minoritaires et, d'autre part, les rouages du Règlement Q-27. Finalement, afin de tenter de pousser notre étude un peu plus loin, nous nous sommes attardés sur l'impact de la gouvernance d'entreprise et de l'activisme des investisseurs institutionnels sur l'ensemble des droits des porteurs minoritaires.

Force nous est de constater que l'atteinte d'un équilibre entre une protection accrue des droits des actionnaires minoritaires et une maximisation de l'efficacité du marché des capitaux est un défi de taille pour le Législateur. Toutefois, la protection de l'actionariat au Canada est tout de même excellente comme en fait foi une étude récente de la Banque Mondiale classant le Canada au 5^e rang mondial⁷⁷⁶. Certes, il est utopique de croire en l'avènement d'un marché des capitaux exempt de toute inconduite. Même s'il y a encore place à amélioration, nous considérons que le Législateur a su instaurer habilement, au fil des ans, un régime juridique favorisant l'atteinte d'une certaine harmonie au sein de l'actionariat tout en protégeant la liberté corporative, essentielle au maintien d'une économie prospère.

⁷⁷⁶ Voir le rapport intitulé : « La pratique des affaires en 2006 » : <http://www.banquemonddiale.org/> (page consultée le 18 septembre 2006, à 15h30).

ANNEXE 1
MARCHE DES FUSIONS & ACQUISITIONS (2001-2005)



Source : Financial Post Crosbie : Mergers & Acquisitions in Canada.

ANNEXE 2
AVANTAGES ET DÉSAVANTAGES DES MÉCANISMES TRANSACTIONNELS

	OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT		FUSION		ARRANGEMENT STATUTAIRE	
	Avantages	Désavantages	Avantages	Désavantages	Avantages	Désavantages
Délai	<ul style="list-style-type: none"> • L'offre peut se faire généralement plus rapidement 	<ul style="list-style-type: none"> • Peut perdre dans certains cas (ex.: régime de droits) le contrôle sur les délais de l'offre 		<ul style="list-style-type: none"> • Délais plus longs et moins de contrôle 		<ul style="list-style-type: none"> • Délais plus longs et moins de contrôle
Négociations	<ul style="list-style-type: none"> • Possibilité, par l'entremise d'une offre hostile, de ne pas négocier avec le conseil d'administration de la société cible, ou les actionnaires importants, avant le lancement de l'offre • Permet un élément de surprise ce qui minimise les risques de voir des offres concurrentes (offre hostile) 	<ul style="list-style-type: none"> • Si la transaction est négociée, les négociations peuvent être longues et difficiles à garder confidentielles 	<ul style="list-style-type: none"> • La transaction doit être négociée 	<ul style="list-style-type: none"> • Aucun effet de surprise possible • Les négociations peuvent être longues et difficiles • L'offrant doit octroyer un prix attractif afin de convaincre une compagnie cible passive de débiter les négociations • La coopération de la cible est essentielle 	<ul style="list-style-type: none"> • La transaction doit être négociée 	<ul style="list-style-type: none"> • Aucun effet de surprise possible • Les négociations peuvent être longues et difficiles • La coopération de la cible est essentielle • L'approbation du tribunal est requise • L'approbation du tribunal octroie un forum permettant l'immixtion dans le processus de la transaction

	OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT		FUSION		ARRANGEMENT STATUTAIRE	
	Avantages	Désavantages	Avantages	Désavantages	Avantages	Désavantages
Contrôle	<ul style="list-style-type: none"> L'offrant conserve un contrôle optimal sur les délais et la documentation 			<ul style="list-style-type: none"> L'offrant ne contrôle pas la documentation puisque l'arrangement est proposé par le conseil d'administration de la société cible à ses actionnaires 		<ul style="list-style-type: none"> L'offrant ne contrôle pas la documentation puisque l'arrangement est proposé par le conseil d'administration de la société cible à ses actionnaires Une intervention judiciaire est requise
Seuil d'approbation		<ul style="list-style-type: none"> Les actionnaires dissidents ont la possibilité de recevoir la juste valeur marchande pour leurs actions 	<ul style="list-style-type: none"> La minorité dissidente est liée par le vote Une approbation de 66 2/3 % des porteurs de titres <u>présents</u> lors de l'assemblée des actionnaires est requise 	<ul style="list-style-type: none"> Les actionnaires dissidents ont la possibilité de recevoir la juste valeur marchande pour leurs actions 	<ul style="list-style-type: none"> Une approbation de 66 2/3 % des porteurs de titres <u>présents</u> lors de l'assemblée des actionnaires est requise La minorité dissidente est liée par le vote Le vote de certains porteurs peut ne pas être requis Le droit de dissidence est laissé à la discrétion du tribunal 	
Confidentialité		<ul style="list-style-type: none"> Impossibilité de faire une vérification diligente avant l'offre sauf par l'entremise de la documentation publique (si offre hostile) 	<ul style="list-style-type: none"> Peut consulter l'information confidentielle et faire une vérification diligente 	<ul style="list-style-type: none"> Le risque de coulage avant l'annonce de la transaction est plus grand 	<ul style="list-style-type: none"> Peut consulter l'information confidentielle et faire une vérification diligente 	<ul style="list-style-type: none"> Le risque de coulage avant l'annonce de la transaction est plus grand

	OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT		FUSION		ARRANGEMENT STATUTAIRE	
	Avantages	Désavantages	Avantages	Désavantages	Avantages	Désavantages
Flexibilité	<ul style="list-style-type: none"> • La flexibilité est accrue pour changer les termes de l'offre advenant l'avènement d'une offre concurrente • Peut faire une offre monétaire et ainsi ne pas engendrer de dilution. 	<ul style="list-style-type: none"> • Le conseil d'administration de la cible demande généralement une opinion sur le caractère équitable 	<ul style="list-style-type: none"> • Permet de faire une opération de fermeture en une seule étape 	<ul style="list-style-type: none"> • Il est plus difficile de faire des modifications à la transaction • Engendre la fin de l'année fiscale. 	<ul style="list-style-type: none"> • Permet de faire une opération de fermeture en une seule étape • Peut offrir un traitement différent aux divers porteurs de titres • Plus flexible pour structurer une transaction complexe (incidences fiscales) tout en permettant une certaine latitude (la nécessité d'obtenir le consentement des porteurs n'est pas toujours requise) lors du traitement des options et autres valeurs mobilières convertibles (ex. : bons de souscription et débentures) • S'il y a émission de titres aux États-Unis pour les fins de la transaction, une dispense de prospectus est disponible (3(a)(10) de la <i>Securities Act</i> of 1933) 	<ul style="list-style-type: none"> • Il est plus difficile de faire des modifications à la transaction • Moins de flexibilité face à des offres concurrentes

	OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT		FUSION		ARRANGEMENT STATUTAIRE	
	Avantages	Désavantages	Avantages	Désavantages	Avantages	Désavantages
Perception face à la transaction		<ul style="list-style-type: none"> • Si l'offre est hostile • La perception sera négative • La cible peut faire de la publicité pour augmenter ou contrecarrer l'offre • La cible peut contester l'offre devant les tribunaux ou les commissions • La cible peut adopter un régime de droits pour retarder l'offre ou toutes autres mesures défensives 	<ul style="list-style-type: none"> • La perception sera plus positive 		<ul style="list-style-type: none"> • La perception sera plus positive 	
Risques		<ul style="list-style-type: none"> • Risque de ne pas obtenir l'approbation de 90 % des porteurs de titres afin de bénéficier du mécanisme des acquisitions forcées 	<ul style="list-style-type: none"> • Assurance d'obtenir tous les titres si le vote lors de l'assemblée des actionnaires est favorable 		<ul style="list-style-type: none"> • Assurance d'obtenir tous les titres si le vote lors de l'assemblée des actionnaires est favorable 	

ANNEXE 3
CALENDRIER GÉNÉRAL POUR LES OPÉRATIONS DE CHANGEMENT DE CONTRÔLE NÉGOCIÉES ¹

No	DESCRIPTION	MOMENT
1.	Mise sur pied d'un comité indépendant	Semaine 1
2.	Mise sur pied d'un groupe de travail <ul style="list-style-type: none"> • la confidentialité et le secret doivent être maintenus à tout moment • retient les services de conseillers juridiques • retient les services de conseillers financiers • le nombre réel de membres du groupe de travail doit être le moins élevé possible, c'est-à-dire composé uniquement des personnes qui ont « besoin de connaître » l'opération • avis aux vérificateurs (au moment approprié) 	Semaine 1
3.	Le groupe de travail établit un plan de travail	Semaines 1 à 2
4.	Élaboration de la stratégie provisoire de communication / relations avec les investisseurs / relations publiques <ul style="list-style-type: none"> • doit être prêt à administrer le processus sous pression ainsi qu'avec les organismes de réglementation et les actionnaires de la cible • élaboration d'une réponse si le processus ou l'opération proposée est divulguée au public 	Semaines 1 à 3
5.	Le comité indépendant se réunit régulièrement au cours du processus	Semaines 1 à 10
6.	Le conseil se réunit régulièrement au cours du processus et le comité indépendant le tient régulièrement au courant de l'évolution de la situation	Semaines 1 à 10
7.	Les conseillers financiers déterminent les acquéreurs éventuels et communiquent avec eux	Semaines 1 à 2
8.	Collecte des documents relatifs au contrôle préalable et établissement de la salle de documentation <ul style="list-style-type: none"> • la salle de documentation est mise sur pied à l'extérieur (aux bureaux du conseiller juridique) • la confidentialité et le secret doivent être maintenus - l'accès et les copies des documents relatifs au contrôle préalable doivent être surveillés étroitement • le protocole de la salle de documentation doit être établi • les consentements et approbations nécessaires doivent être déterminés (prêteurs, locateur, clients, fournisseurs, etc.) • les conséquences aux termes des contrats de travail doivent être évaluées • les conséquences à l'égard des options aux termes du régime d'options doivent être évaluées 	Semaines 2 à 4

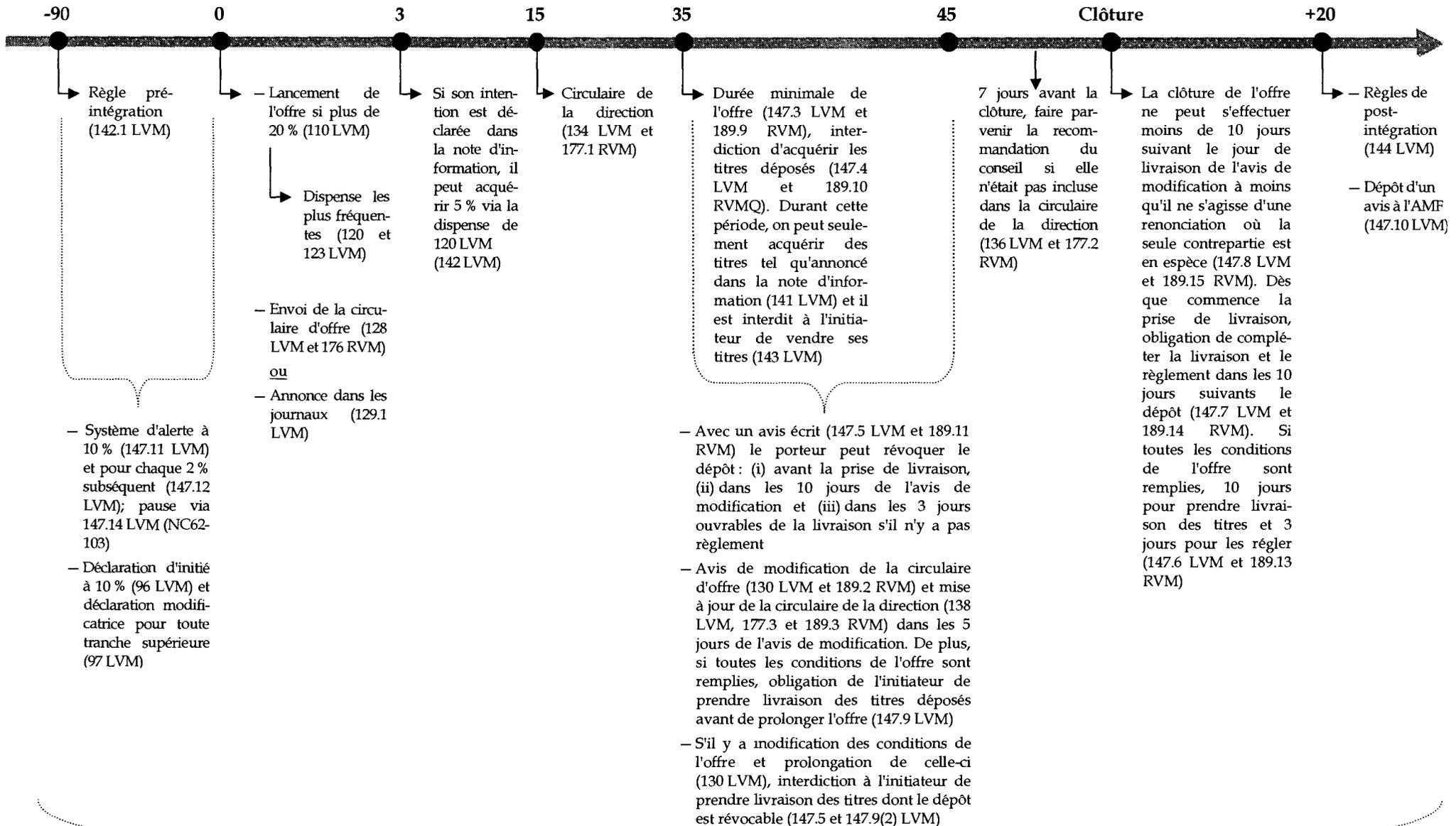
¹ Ce calendrier est de nature générale. Les étapes, documents et délais réels peuvent varier considérablement selon l'acquéreur et la structure de l'opération.

N°	DESCRIPTION	MOMENT
9.	Conclusion d'une convention de confidentialité et de non-divulgateion avec le ou les acquéreurs <ul style="list-style-type: none"> • dispositions en matière de statu quo qui seront demandées par la cible 	Dès que l'acquéreur éventuel voudra accéder à la salle de documentation pour faire un contrôle préalable
10.	Le ou les acquéreurs effectuent un contrôle préalable d'ordre financier, commercial et juridique	Semaines 2 à 4
11.	Structuration de l'opération et négociation de la convention de fusion et des conventions accessoires <ul style="list-style-type: none"> • structure de l'opération déterminée - fusion / arrangement / offre publique d'achat • examen des questions comptables et fiscales • devoirs fiduciaires des administrateurs • l'acquéreur voudra avoir des « mesures de protection » à l'égard de l'opération <ul style="list-style-type: none"> - frais de résiliation - convention de blocage ou conventions de vote avec les actionnaires importants ou la direction, ou les deux • examen des mécanismes « tunnel » ou autres mécanismes semblables si la contrepartie n'est pas en espèces • examen des primes de maintien en poste • questions / approbations réglementaires • questions d'ordre étranger si l'acquéreur est étranger • liste des consentements et des approbations à obtenir • utilisation des actions échangeables dans le cas d'acquéreurs étrangers • traitement des titres convertibles • le conseiller financier fournit un avis sur le caractère équitable 	Semaines 2 à 4
12.	Élaboration d'une stratégie de communications / relations avec les investisseurs / relations publiques <ul style="list-style-type: none"> • élaboration d'une stratégie de communication à l'égard des clients et des fournisseurs • élaboration d'une stratégie de communication à l'égard des employés 	Semaine 3
13.	Annonce de l'opération <ul style="list-style-type: none"> • émission d'un communiqué de presse • dépôt d'une déclaration de changement important • appels des analystes / présentation aux investisseurs 	Semaine 5

N°	DESCRIPTION	MOMENT
14.	Amorce de la planification de la transition	Semaine 6
15.	Rédaction, impression et envoi par la poste du document d'information et des documents accessoires liés à l'opération <ul style="list-style-type: none"> • selon la structure de l'opération, une circulaire d'information de la direction (fusion / arrangement / acquisition d'actifs) ou une note d'information / une circulaire du conseil d'administration (offre publique d'achat) devra être rédigée et expédiée aux porteurs de titres • le document d'information devra contenir le type de renseignements fournis dans un prospectus si une contrepartie autre qu'en espèces est offerte • les renseignements fournis dans un prospectus devraient comprendre des états financiers pro forma 	Semaine 6
16.	Obtention des consentements et des approbations nécessaires	Semaines 6 à 7
17.	Obtention des approbations réglementaires nécessaires, s'il y a lieu	Semaine 7
18.	Approbation des porteurs de titres / dépôt des titres par les porteurs <ul style="list-style-type: none"> • convocation d'une assemblée extraordinaire des porteurs de titres de la cible dans le cas d'une fusion ou d'un arrangement • les porteurs déposent leurs titres en réponse à l'offre publique d'achat • l'approbation des actionnaires de l'acquéreur peut être requise dans certaines circonstances, selon la taille et la structure de l'opération 	Semaine 10
19.	Clôture de l'opération <ul style="list-style-type: none"> • la totalité ou une partie des administrateurs de la cible démissionnent, selon ce qui a été convenu avec l'acquéreur 	Semaine 11
20.	Deuxième étape de l'opération pour une offre publique d'achat si plus de 66 2/3 % et moins de 90 % des actions de la cible ont été acquis	Après la clôture
21.	Règlement des questions d'après clôture <ul style="list-style-type: none"> • radiation de la cible • demandes et avis concernant le fait que Target cesse d'être un « émetteur assujéti » • dépôt des rapports d'initiés • envoi par la poste des avis pertinents aux organismes de réglementation, aux clients, aux fournisseurs, etc. • restructuration de la cible 	Après la clôture

CHRONOLOGIE D'UNE TRANSACTION STRUCTURÉE SOUS FORME D'OPA

JOURS

Règles encadrant tout le processus de l'OPA

- 145 LVM : égalité de traitement
- 146 LVM : aucune offre en 2 temps
- 147 LVM : disponibilité des fonds avant le lancement de l'offre (avis #62-304 ACVM)
- 147.2 LVM : réduction proportionnelle
- Pendant la durée de l'offre, communiqué de presse si une personne acquière plus de 5 % (147.15 LVM et 189.7 RVM)

ANNEXE 7
LES FIRMES D'INVESTISSEMENTS DANS LE MARCHÉ DES FUSIONS & ACQUISITIONS

Top 20 Announced Transactions in Canada Involving Equity Sponsors (2003 – 2005 YTD)

<u>Target (Seller)</u>	<u>Acquiror</u>	<u>Value</u> <i>(C\$MM)</i>	<u>Announced</u>
Masonite International Corp	Kohlberg Kravis Roberts & Co.	\$2,948	2004
Advertising Directory Solutions (Bain)	Yellow Pages Income Fund	2,545	2005
SuperPages Canada	Bain Capital	1,987	2004
Royal Group Technologies	Cerberus Capital Mgmt.	1,888	2005
Onex Corp	Boeing Commercial Airplanes Wichita & Tulsa	1,490	2005
IESI Corp / (Thayer Capital)	BFI Income Fund	1,100	2004
Souther Star Gas Pipeline System (AIG)	Investor Group	1,021	2005
Dollarama	Bain Capital	1,014	2004
Doane Pet Care Enterprise	Ontario Teachers Pension	1,008	2005
2 US Healthcare Companies	Onex Corp	975	2004
Bombardier Rec. Products	Bain Capital	960	2003
Maax Inc	Investor Group	623	2004
Acetex Corp.	Blackstone	548	2004
Leisureworld	Macquarie Bank Ltd.	531	2005
Great Lakes Transportation (Blackstone)	CN Railway	502	2003
Stratos Global Copr	Consortium	339	2003
Cable Systems in TX & FL	Investor Group	262	2003
CFM	Ontario Teachers Pension	250	2005
Hair Club for Men (Edgestone Capital)	Regis Corp	250	2004
Cincinnati Electronics (Onex)	L-3 Communications	236	2004

Source : CIBC World Markets.

