

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

DE LA LÉGITIMITÉ ET DE LA LÉGALITÉ DES RÉGIMES DE DROITS DE
SOUSCRIPTION D'ACTION EN RÉPONSE À UNE OFFRE PUBLIQUE
D'ACHAT

PAR

CHRISTIAN PARÉ

FACULTÉ DE DROIT

MÉMOIRE PRÉSENTÉ À LA FACULTÉ DES ÉTUDES SUPÉRIEURES
EN VUE DE L'OBTENTION DU GRADE DE
MAÎTRE EN DROIT (LLM)
OPTION DROIT DES AFFAIRES



AOÛT 2008

COPYRIGHT CHRISTIAN PARÉ 2008

UNIVERSITÉ DE MONTRÉAL
FACULTÉ DES ÉTUDES SUPÉRIEURES

Ce mémoire intitulé

DE LA LÉGITIMITÉ ET DE LA LÉGALITÉ DES RÉGIMES DE DROITS DE
SOUSCRIPTION D'ACTION EN RÉPONSE À UNE OFFRE PUBLIQUE
D'ACHAT

Présenté par :

CHRISTIAN PARÉ

A été évalué par un jury composé des personnes suivantes :

EJAN MACKAAY
Président-rapporteur

STÉPHANE ROUSSEAU
Membre du jury (directeur de recherche)

NABIL ANTAKI
Membre du jury

Août 2007

TABLE DES MATIÈRES

Résumé	iv
Mots clés	vi
Introduction	1
Survol législatif	7
Principes et exigences relatifs à une offre publique d'achat	14
La liberté de disposer de ses actions	14
Qualification juridique de la mesure	22
Est-ce un règlement portant sur une émission d'actions	22
Est-ce une option d'achat d'actions	28
Est-ce un contrat entre la compagnie et les actionnaires	30
Est-ce un dividende spécial	33
Rôle des régimes de droits de souscription	37
Effets théoriques de l'adoption d'un régime	37

Effets pratiques de l'adoption d'un régime	59
Revue des études sur la valeur des actions	62
Revue des études sur les primes payées	68
Légalité du régime de droits de souscription d'actions	72
Quels sont les droits des actionnaires	72
Quels sont les devoirs et les obligations des administrateurs	92
La doctrine de la finalité des pouvoirs	95
Le critère de l'intention principale du conseil d'administration	98
Le critère modifié de l'intention première des administrateurs	100
Le devoir de loyauté	103
Devoir d'agir avec prudence et diligence	112
L'incidence de la jurisprudence américaine et la règle de l'appréciation commerciale	116
Le devoir de conseiller les actionnaires	127
Les Recours pour contrer un régime de droits de souscription d'actions	131
La plainte à l'Autorité des Marchés financiers	131
Le risque de retrait de l'offre	132

La meilleure offre	133
La coercition	135
La ratification de la mesure par les actionnaires	135
Le recours en vertu de l'article 265 de la Loi sur les Valeurs mobilières	136
Le jugement déclaratoire	138
Le recours en injonction	139
Le recours en oppression	141
Le degré de subjectivité	143
Une concordance aux usages courants	143
Une corrélation à la bonne foi, la probité et la confiance mutuelle	144
Une présence sous-jacente	144
Un attribut de la règle du juste et équitable	144
Conclusion	150
Bibliographie	153

Résumé

Le présent mémoire dresse un portrait des règles entourant la mise en vigueur et l'entrée en application de régimes de droits de souscription d'actions. À cet effet, l'auteur résume les règles entourant les offres publiques d'achat, examine les principes touchés par la mise en place d'un régime de droits de souscription d'actions, ainsi que les effets d'un tel régime sur la valeur des actions.

Dans un deuxième temps, l'auteur se penche sur la légalité des régimes de droits de souscription d'actions en effectuant une revue du principe de l'égalité des actionnaires et des droits et obligations des administrateurs en matière de défense à une offre publique d'achat.

L'auteur termine en effectuant une revue des divers recours qui s'ouvrent aux divers intervenants.

SUMMARY

The present thesis tries to review the main rules regarding the creation and the application of a shareholders rights plan. The author reviews also the sections of the Securities Act pertaining to the Take-Over bid. The author also explains the main principles of the corporation law domain and how a shareholders rights plan may be implemented.

Second, the author reviews the legality of the implementation of the shareholders rights plan with regards to the shareholders rights given by the Law, and to the obligations and duties of the directors of the Corporation.

At the end of the present thesis, the author presents a review of the main recourses opened to the Shareholders , the corporation and the bidder.

Mots clés

Régime de droits de souscription d'actions

Droits des actionnaires

Droits à l'égalité de traitement

Devoirs des administrateurs

Devoir de loyauté

Appréciation commerciale

Offre publique d'achat

Initiateur

Shareholders rights plan

Shareholders rights

Equal Treatment Right

Directors duties

Fiduciary duty

Business judgement rule

Takeover bid

Offeror

[1] Depuis les dernières années, nous avons dénoté une recrudescence des acquisitions de sociétés par actions ou de compagnies par voie d'offres publiques d'achat. Comment expliquer cette hausse? L'éclatement de la bulle spéculative au début des années 2000 pourrait en être l'une des causes. En effet, l'une des principales raisons qui poussent les investisseurs à effectuer des acquisitions est que l'initiateur, après avoir bien étudié la compagnie visée, arrive à la conclusion que le titre de cette compagnie est sous-évalué et qu'une hausse de la valeur des actions est à prévoir. Suite à l'éclatement de la bulle spéculative qui sévissait sur les marchés boursiers, les investisseurs ont eu la possibilité d'acquérir certains titres à un prix très bas. De plus, l'effondrement de la valeur des titres technologiques s'est également répercuté sur la majorité des titres cotés à la Bourse. Les petits investisseurs avaient perdu confiance envers le marché boursier et les administrateurs des compagnies, suite aux divers scandales financiers, tel Enron ou Norbourg, pour ne citer que ceux-ci. Nous avons pu également noter que peu de dividendes ont été distribués, ce qui peut avoir une certaine influence sur le fait de conserver ou vendre un titre boursier. Ainsi, certains investisseurs ont pu augmenter leur position et ainsi prendre le contrôle de certaines compagnies. Comme l'écrivait Warren J. Yake dans son article intitulé « *Comparative corporate takeover tactics* » :

« Companies with disappointing dividends, low earnings, a falling market price and high market to book value ratios, are typical targets [to takeover bids]. »¹

[2] Dans d'autres cas, c'est l'ouverture à un nouveau marché ou à un marché complémentaire qui sous-tend la démarche². La compagnie Les Brasseries Sleeman Ltée voulait percer davantage le marché de la bière au Québec, elle a donc décidé de lancer une offre publique d'achat sur Unibroue Inc. En d'autres occasions, c'est un compétiteur qui décide d'avaler un concurrent.³ Il y a quelques années, la tendance était plutôt à acquérir des compagnies dans plusieurs secteurs différents de l'économie pour diversifier le plus possible le domaine dans lequel évoluait la compagnie. Bien que cette théorie s'applique bien au marché de l'investissement, il en a résulté de nombreux fiascos dans le domaine des acquisitions d'entreprises. À titre d'exemple, le mariage entre Seagram et Vivendi fut de courte durée.

[3] Quoi qu'il en soit, l'investisseur qui lancera une offre publique d'achat sur une compagnie est nécessairement d'avis que cette compagnie n'est pas gérée de manière optimale⁴, qu'une certaine richesse est ainsi « perdue » en

¹ YAKE, Warren J. "Comparative corporate takeover tactics." Canadian-American Law Journal Volume 2, 1983, 43, à la page 45.

² BROWN, Richard C. "The Role of the Courts in Hostile Takeovers" 93 Dick. L. Rev. 195. À la page 198.

³ BROWN, Richard C. "The Role of the Courts in Hostile Takeovers" 93 Dick. L. Rev. 195. À la page 199.

⁴ GILLEN, Mark R. « Proposed Changes to Provincial Takeover Bid Legislation: Deterrence Without Protection » (1991) U.B.C. L. Rev. 129-151. Paragraphe 19. Voir également RIOUX, Claude G. « Description et légalité de certaines mesures défensives au Canada » dans *Mesures défensives en matière d'offres publiques d'achat au Canada*. Les Éditions Yvon Blais,

raison des décisions prises par le conseil d'administration de ces compagnies.⁵ Cette démarche constitue plus souvent qu'autrement une sorte de désaveu dont les administrateurs en poste sont les premières victimes.⁶ Cette situation survient habituellement lors d'offres publiques d'achat non sollicitées. À ce moment-là, les administrateurs risquent presque à toutes les occasions de ne pas être réélus à la prochaine assemblée générale des actionnaires. Luzung, dans son article intitulé « *Should directors be allowed to use takeover defensive measures?*⁷ », indique que dans plus de vingt pour cent (20%) des quatre-vingt-dix-neuf (99) acquisitions examinées, tous les administrateurs ont démissionné ou n'ont pas été réélus, alors que dans quarante neuf pour cent et six dixièmes (49.6%) des cas, le conseil d'administration fut remplacé partiellement.⁸

[4]Ainsi, la meilleure défense contre une offre publique d'achat est d'effectuer une gestion optimale des ressources de la compagnie, ce qui, l'on en convient, s'avère extrêmement subjectif. Cependant, certains administrateurs peuvent être tentés de faire tout ce qui est en leur pouvoir pour retarder l'offre publique d'achat ou de carrément faire tomber l'offre publique d'achat en usant

Cowansville, 1991. à la page 19. Voir aussi KLOCK, Mark. *Dead-Hands-Poison Catalyst or Strength-Enhancing Megavitamin? An Analysis of the Benefits of Managerial Protection and the Detriments of Judicial Interference* 2001 Colum. Bus L. Rev. 67. À la page 72.

⁵ BROWN, Richard C. "The Role of the Courts in Hostile Takeovers" 93 Dick. L. Rev. 195. À la page 198.

⁶ IACOBUCCI, Frank. "Planning and Implementing Defences to Take-Over Bids : The Director's Role" Vol 5, Canadian Business Law Journal.1980-81. 131. À la page 137.

⁷ LUZUNG, Aniano. "*Should directors be allowed to use takeover defensive measures?*" UTLR Vol 12 #1 1993, 75, à la page 77.

⁸ Luzung réfère à une étude australienne qui se basait sur un échantillon de 99 offres publiques d'achat qui ont réussi. Pour les résultats intégraux, nous vous référons à HUBBARD, G. L. « *Targeting the Takeover* » (1987) 39 Professional Administrator 13.

d'une multitude de moyens. L'un de ces moyens le plus utilisé et le plus simple à mettre en place est sans aucun doute le régime de droits de souscription d'actions, mieux connu dans le domaine sous le vocable imagé de « poison pill ».

[5]En effet, cette mesure défensive à une offre publique d'achat, lorsque mise en place et appliquée en temps opportuns, constitue un véritable boulet au pied de l'initiateur qui devra, soit acquérir davantage d'actions, puisque le régime permettra l'émission massive d'actions de la compagnie visée à un coût minime à tous les actionnaires de la compagnie, excepté l'initiateur et les personnes qui lui sont liées, et aura pour effet d'obliger l'initiateur à acquérir un nombre beaucoup plus substantiel d'actions, faisant ainsi augmenter le coût de l'opération, soit de diluer la participation de l'initiateur en permettant aux anciens actionnaires d'acquérir des actions de la compagnie visée à un prix de beaucoup réduit, de moitié habituellement, suite à l'acquisition.⁹

[6]Avant d'entrer plus à fonds dans le sujet des régimes de droits de souscription d'actions, une mise en contexte s'impose : il existe deux types d'offres publiques d'achat. En effet, une personne, que l'on appelle initiateur, peut choisir de lancer son offre publique d'achat dont les titres se transigent sur

⁹ Voir à titre d'exemple, l'affaire *United Grain Growers Ltd c. 3339351 Canada Ltd.* [1997] M.J. 111. Voir également RIOUX, Claude G. « Description et légalité de certaines mesures défensives au Canada » dans *Mesures défensives en matière d'offres publiques d'achat au Canada*. Les Éditions Yvon Blais, Cowansville, 1991. à la page 28.

un marché organisé, plus communément appelé une Bourse, en respectant alors les règles mises en place par la Bourse à laquelle est inscrite la compagnie visée, soit en optant pour le régime prévu à la *Loi sur les Valeurs mobilières*¹⁰, plus communément désignée sous le vocable d'offre publique d'achat par voie de note d'information. À moins d'indication contraire dans le texte, nous référerons à l'offre publique d'achat par voie de note d'information lorsque nous utiliserons l'expression « offre publique d'achat ».

[7]La présente étude portera, dans un premier temps, sur la légitimité pour un conseil d'administration d'adopter un régime de droits de souscription d'actions afin de contrer une offre publique d'achat. Par la suite, nous nous concentrerons sur la légalité de cette mesure défensive. Pour ce faire, nous examinerons les diverses fonctions et devoirs que les membres du conseil d'administration doivent respecter. Tel que nous le verrons plus en détails au long de ce texte, le conseil d'administration s'est vu attribuer plusieurs fonctions à première vue incompatibles. En vertu du *Code civil du Québec*¹¹, les administrateurs doivent, lorsqu'ils prennent des décisions, ne prendre en considération que les intérêts de la compagnie. Ceci peut inévitablement conduire à des décisions qui ne font pas du tout l'affaire des actionnaires. Comme nous l'expliquerons davantage ci-dessous, les administrateurs ont également l'obligation de conseiller les actionnaires lors d'une offre publique

¹⁰ *Loi sur les Valeurs mobilières*. L.R.Q., c. V-1.1.

¹¹ *Code civil du Québec*, L.Q. 1991, c. 64. art 322.

d'achat en leur exposant quelle est leur position face à cette offre.¹² Additionnons à cela que les administrateurs ne sont jamais certains de demeurer en poste suite à une offre publique d'achat fructueuse, ces derniers peuvent être tentés de faire tout ce qui est en leur pouvoir pour conserver leur poste. Nous terminerons avec une courte analyse des divers recours qui s'ouvrent aux principales parties qui peuvent être contre la mise en place d'une mesure défensive à une offre publique d'achat, à savoir, les actionnaires et l'initiateur.

[8]Cependant, il est primordial de dresser tout d'abord un portrait de la législation applicable aux offres publiques d'achat et par conséquent, de décrire ce type d'acquisition. Quels que soient les motifs qui poussent un initiateur à lancer une offre publique d'achat sur une autre compagnie, celui-ci est soumis à des règles rigoureuses dont le but principal vise à ce que les actionnaires investisseurs puissent prendre la décision la plus éclairée possible, avec le maximum d'informations sur la transaction proposée. Au Québec, la *Loi sur les Valeurs mobilières*¹³ et la *Loi canadienne sur les Sociétés par Actions*¹⁴ se partagent le champ législatif relatif aux offres publiques d'achat en raison de la possibilité de créer une compagnie en vertu d'une loi provinciale, à savoir la *Loi sur les Compagnies*¹⁵, ou en vertu d'une loi fédérale, la *Loi canadienne sur*

¹² *Loi sur les Valeurs mobilières*, L.R.Q., c.V-1.1. art 134.

¹³ *Loi sur les Valeurs mobilières*. L.R.Q., c. V-1.1

¹⁴ *Loi canadienne sur les Sociétés par Actions*. L.R.C. 1985, c. C-44.

¹⁵ *Loi sur les Compagnies*. L.R.Q. c. C-38.

*les Sociétés par Actions*¹⁶. Il est cependant important de noter que la *Loi sur les Valeurs mobilières* s'applique également aux sociétés par actions constituées sous l'égide de la *Loi canadienne sur les Sociétés par Actions*. À cet effet, nous désirons attirer l'attention sur l'arrêt de la Cour suprême du Canada dans l'affaire *Multiple Access c. McCutcheon*¹⁷ alors qu'il a été décidé que tant les lois provinciales que la loi fédérale s'appliquent à moins que les lois ne soient incompatibles, à ce moment-là, la loi fédérale s'appliquerait. Cet état de droit fut réitéré plus récemment dans l'arrêt *British Columbia Securities Commission c. Global Securities Corporation*¹⁸.

SURVOL LÉGISLATIF

[9]Pour débiter, nous nous devons de circonscrire le champ d'application de la *Loi sur les Valeurs mobilières*. Cette dernière régit tout investissement prévu à l'article 1 de la *Loi sur les Valeurs mobilières* et notamment les investissements découlant de l'émission de titres tels les valeurs mobilières, soit des actions, des obligations ou des options, etc.¹⁹ Cependant,

¹⁶ *Loi canadienne sur les Sociétés par actions*. L.R.C. 1985, c. C-44.

¹⁷ *Multiple Access c. McCutcheon* [1982] R.C.S. 161.

¹⁸ *Global Securities c. C.-B. (SEC Commission)* [2002] 1 R.C.S., 494.

¹⁹ L'article 1 de la *Loi sur les valeurs mobilières* se lit ainsi : « La présente loi s'applique aux formes d'investissement suivantes : 1. Une valeur mobilière reconnue comme telle dans le commerce, notamment les actions, les obligations, les parts sociales des entités constituées en personne morale ainsi que les droits ou les bons de souscription; 2. Un titre, autre qu'une obligation, constatant un emprunt d'argent; 3. Un dépôt d'argent constaté ou non par un certificat à l'exception de ceux reçus par les gouvernements du Québec et du Canada, leurs ministères et les organismes qui en sont mandataires; 4. Une option et un contrat à terme négociable sur valeurs mobilières, de même qu'un contrat à terme de bons du trésor; 5. Une option sur un contrat à terme de marchandises ou de titres financiers; 6. Une part d'un club

l'article 3 de la *Loi sur les Valeurs mobilières*, tel qu'il se lisait avant les derniers amendements à la loi,²⁰ dispensait l'application de certaines parties de la loi à certaines formes d'investissements, notamment aux titres émis par une société fermée. Nous qualifions alors une société comme étant fermée lorsqu'elle respectait les trois conditions énumérées à l'article 5 de la *Loi sur les Valeurs mobilières* qui édictait à cette époque:

« une société, autre qu'une société d'investissement à capital variable, dont les documents constitutifs prévoient des restrictions à la libre cession des actions, interdisent l'appel public à l'épargne et limitent le nombre des actionnaires à 50, déduction faite de ceux qui sont ou ont été salariés de la société ou d'une filiale. »²¹

[10] Depuis décembre 2004, le législateur québécois, dans son intention d'harmoniser les diverses réglementations en matière de valeurs mobilières au Canada, a modifié²² la définition de société fermée prévue à l'article 5 de la *Loi sur les Valeurs mobilières* et a modifié l'article 3 de cette loi de manière à ce que celle-ci s'applique aux compagnies qui se qualifiaient jusqu'alors comme

d'investissement; 7. Un contrat d'investissement; 8. Une option quelconque négociable sur un marché organisé; 9. Toute autre forme d'investissement déterminée par règlement du gouvernement.

²⁰ L'article 3 de la *Loi sur les Valeurs mobilières* se lisait alors : « Les formes d'investissement suivantes sont dispensées de l'application des titres II à VIII, sauf celle mentionnée au paragraphe 10 qui reste soumise à l'application des titres V et VII : [...] 2. Les titres émis par une société fermée, pourvu que leur émission ne soit pas faite à l'encontre de ses documents constitutifs et que leur placement ne soit pas fait par la voie d'un appel public à l'épargne, cette dispense ne comprenant pas le titre IV dans le cas où, par application de l'article 114, l'acquisition de titres d'une société fermée vaut acquisition de titres d'une autre société possédés par la société fermée; [...] »

²¹ *Loi sur les Valeurs mobilières*. L.R.Q., c. V-1.1, art 5, définition de Société fermée.

²² Voir à cet effet la *Loi modifiant la Loi sur les Valeurs mobilières et d'autres Dispositions législatives* (2004), chapitre 37.;

une société fermée. Le législateur a de plus instauré le *Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus et d'inscription*.²³

[11]Aucune définition en tant que telle n'est donnée par la *Loi sur les Valeurs mobilières* quant au concept d'offres publiques d'achat. Cependant, on y donne les conditions pour que l'on soit en face d'une telle offre à l'article 110 de ladite Loi que nous trouvons utile de citer ici:

« Celui qui se propose d'acquérir contre espèces des titres d'une société de façon à prendre ou à renforcer une participation égale ou supérieure à 20% dans une catégorie de titres comportant droit de vote procède par la voie d'une offre publique d'achat. »²⁴

[12]L'article 112 de la *Loi sur les Valeurs mobilières* indique que l'on doit calculer tous les titres qui pourraient permettre à l'initiateur de majorer sa participation dans un délai de soixante (60) jours de la date du calcul de la participation de l'initiateur.²⁵ Il faut alors calculer, par exemple, toutes les options et ou tous les titres convertibles détenus par l'initiateur et qui peuvent être levés dans les soixante (60) prochains jours.²⁶

²³ *Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus et d'inscription*. L.R.Q., c. V-1.1 r. 0.1.001.

²⁴ *Loi sur les Valeurs mobilières*, L.R.Q., c.V-1.1. art 110.

²⁵ *Loi sur les Valeurs mobilières*, L.R.Q., c.V-1.1. art 112.

²⁶ *Loi sur les Valeurs mobilières*, L.R.Q., c.V-1.1. art 112.

[13] Il est également important de noter que dans certaines conventions entre actionnaires, notamment celles qui prévoient que les actionnaires liés par ladite convention seront tenus de voter dans le même sens, il sera nécessaire de calculer toutes les actions détenues par les participants à la convention, ainsi que tous les titres permettant l'acquisition d'actions dans la catégorie d'actions visée par l'offre publique d'achat.²⁷ Cette insertion dans le calcul vaudra pour toute personne ayant des liens avec l'initiateur²⁸, comme une compagnie-mère, une filiale, un membre de la famille, pour les personnes physiques, un actionnaire majoritaire et sa compagnie, etc. De plus, les tribunaux canadiens ont considéré qu'il fallait également calculer les actions visées par une lettre d'intention de vendre ses actions (lock-up agreement) convenue entre deux porteurs d'actions.²⁹ De plus, l'Autorité des marchés financiers a la possibilité en vertu des articles 145 et 263 de la *Loi sur les Valeurs mobilières* de dispenser un initiateur de l'obligation de déposer un prospectus quant à cette transaction, dans le cas où l'Autorité des Marchés financiers juge que la transaction ne vise pas à augmenter la contrepartie versée à cet actionnaire ou porteur de titres.

[14] L'article 113 de la *Loi sur les Valeurs mobilières* édicte une deuxième condition d'application des règles régissant les offres publiques

²⁷ *Loi sur les Valeurs mobilières*, L.R.Q., c.V-1.1. art 111.

²⁸ LOUNGNARATH, JR, Vilaysoun. « L'acquisition des actions majoritaires des sociétés anonymes par offre publique d'achat ou par achat en bourse » dans *Rapports canadiens au congrès international de droit comparé*, Athènes, 1994. Les Éditions Yvon Blais Inc, Cowansville, 1995. 409

²⁹ *United Grain Growers Ltd c. 3339351 Canada Ltd.* [1997] M. J. 111.

d'achat. En effet, il est stipulé que les dispositions relatives à l'offre publique d'achat ne seront applicables que si l'offre vise « au moins un porteur rattaché au Québec par l'adresse inscrite dans les registres de la société visée, par sa résidence ou par sa présence dans le territoire à un moment quelconque de l'opération. »³⁰

[15]La législation québécoise a également mis en place un dispositif de pré-alerte, afin que les actionnaires et les administrateurs des compagnies puissent être informés le plus rapidement possible du lancement d'une offre publique d'achat. En effet, dès qu'un actionnaire atteint la barre des dix pour cent (10%) d'actionariat dans une catégorie, il a l'obligation d'émettre un communiqué de presse informant les autorités concernées de sa nouvelle position.³¹ Un nouveau communiqué de presse doit être par la suite émis à chaque fois que l'actionnaire augmente de deux pour cent (2%) sa position dans la catégorie d'actions donnée.³² Cette façon de fonctionner vise également à diminuer la possibilité d'offre d'achat que l'on peut qualifier d'inamicale et qui prend par surprise les administrateurs et les actionnaires de la compagnie visée.

[16]La législation applicable prévoit également d'autres cas de non application des règles relatives aux offres publiques d'achat. En effet, lorsqu'une compagnie dont les titres se transigent dans un marché organisé, tel

³⁰ *Loi sur les Valeurs mobilières*, L.R.Q., c.V-1.1. art 113.

³¹ *Loi sur les Valeurs mobilières*, L.R.Q., c.V-1.1. art 147.11.

³² *Loi sur les Valeurs mobilières*, L.R.Q., c.V-1.1. art 147.16.

les Bourses, la compagnie a le droit de se prévaloir des règles établies par ce marché organisé au lieu d'assujettir cette offre publique d'achat à la *Loi sur les Valeurs mobilières*.³³

[17]L'article 122 de la *Loi sur les Valeurs mobilières* dispense également les sociétés qui ne sont pas qualifiées d'émetteurs assujettis et dont les titres ne se transigent pas sur un marché organisé, pourvu que ces dernières comptent au maximum cinquante (50) actionnaires, exception faite notamment des porteurs qui sont également salariés de la compagnie ou d'une compagnie faisant partie du même groupe, ou qui l'ont déjà été.³⁴ On retrouve une définition du terme émetteur assujetti à l'article 68 de la *Loi sur les Valeurs mobilières* qui édicte :

« L'émetteur assujetti est celui qui, ayant fait appel publiquement à l'épargne, est tenu aux obligations d'information continue définies au chapitre II du présent titre. »³⁵

[18]Ainsi, les actionnaires désirant acquérir plus de vingt pour cent (20%) des actions d'émetteurs fermés, constituant ainsi une transaction dispensée de prospectus par l'application du *Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus et d'inscription*, sont également dispensés de procéder

³³ *Loi sur les Valeurs mobilières*, L.R.Q., c.V-1.1. art 119.

³⁴ *Loi sur les Valeurs mobilières*, L.R.Q., c.V-1.1. art 122.

³⁵ *Loi sur les Valeurs mobilières*, L.R.Q., c.V-1.1. art 68.

par offre publique d'achat, tel qu'en fait foi l'article 122 de la *Loi sur les Valeurs mobilières* qui édicte :

« Est dispensée de l'application des chapitres III et IV l'acquisition de titres émis par une société qui n'est pas un émetteur assujéti et qui ne sont pas négociés sur un marché organisé, pour autant que le nombre de porteurs n'excède pas 50, à l'exclusion de ceux qui sont ou ont été salariés de la société ou d'une société du même groupe. »³⁶

[19] Dans les cas où l'offre publique d'achat vise moins de cinq (5) porteurs et dont le prix offert unitaire de l'action se situe à l'intérieur d'une marge de quinze (15%) de la moyenne de la valeur de l'action durant les vingt (20) jours précédant l'offre, l'initiateur ne sera pas tenu de respecter les exigences décrites dans la Loi en vertu de l'article 123 de la *Loi sur les Valeurs mobilières*.

[20] L'article 126 de la *Loi sur les Valeurs mobilières* dispense également les initiateurs de respecter les dispositions de la *Loi sur les Valeurs mobilières* lorsque le nombre total d'actions acquises pendant les douze (12) mois précédant l'offre publique d'achat ne dépasse pas cinq pour cent (5%) des actions en circulation. Néanmoins, dans le cas où les titres s'échangeraient à l'intérieur d'un marché organisé, cette dispense ne pourrait être invoquée.³⁷

³⁶ *Loi sur les Valeurs mobilières*, L.R.Q., c.V-1.1. art 122.

³⁷ *Loi sur les Valeurs mobilières*, L.R.Q., c.V-1.1. art 126.

[21]À tout événement, dans le cas où l'initiateur ne respecterait pas tous et chacun des critères ci-haut énumérés pour se qualifier à une dispense, l'Autorité des Marchés financiers peut émettre une dispense discrétionnaire en vertu de l'article 263 de la *Loi sur les Valeurs mobilières*³⁸.

PRINCIPES ET EXIGENCES RELATIFS À UNE OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT

[22]Après avoir encadré le champ d'application des règles relatives aux offres publiques d'achat, nous nous concentrerons sur les exigences auxquelles sont soumis les initiateurs d'une offre publique d'achat et quels sont les principes qui sous-tendent ces règles.

La liberté de disposer de ses actions

[23]Afin de promouvoir ce principe, le législateur québécois a établi des règles visant que les actionnaires puissent prendre une décision éclairée quant à leur intention de déposer ou non leurs actions en réponse à une offre publique d'achat. À l'article 128 de la *Loi sur les Valeurs mobilières*, le législateur a donc jugé nécessaire d'obliger les initiateurs à préparer une note d'information

³⁸ LOUNGNARATH, JR, Vilaysoun. « L'acquisition des actions majoritaires des sociétés anonymes par offre publique d'achat ou par achat en bourse » dans *Rapports canadiens au congrès international de droit comparé*, Athènes, 1994. Les Éditions Yvon Blais Inc, Cowansville, 1995. p. 416.

contenant tous les faits importants susceptibles d'affecter la valeur ou le cours des titres de la société visée.³⁹

[24]Qu'entend-on par l'expression « fait important »? L'instruction générale C-40⁴⁰, remplacée par l'instruction générale 51-201,⁴¹ et les auteurs de doctrine⁴² nous dictent que l'on doit considérer un fait comme étant important lorsque ce dernier pourrait influencer avec une probabilité substantielle la décision de l'investisseur de déposer ou non lesdites actions.

[25]Le Professeur Vilaysoun Loungnarath jr résume ce critère de la façon suivante :

« [...] un fait sera divulgué dans la note d'information s'il existe une probabilité significative qu'il affecte le stock d'information à la lumière duquel la décision d'accepter ou de refuser l'offre est prise. »⁴³

³⁹ *Règlement sur les Valeurs mobilières*. L.R.Q. c. V-1.1, r. 1.

⁴⁰ *Instruction générale C-40*.

⁴¹ *Avis – Instruction générale # 51-201 relative aux lignes directrices en matière de communication de l'information et abrogation de l'Instruction générale # C-40 – Information occasionnelle*, [2002] Vol. XXXII, #21 BCVMQ.

⁴² À cet effet, nous renvoyons notamment le lecteur à MAVRIDIS, John. « Materiality : In Search of a Standard for Disclosure in Quebec ». *Développements récents en droit des valeurs mobilières* [1992] Cowansville, Éditions Yvon Blais, 1992, p.1. Voir également : DEY, Peter J. « Remarks Concerning Disclosure under the Securities Act made to Securities Lawyers in Calgary and Toronto on June 7, and June 9, 1983. (1983) 6 OSCB 2361.

⁴³ LOUNGNARATH, JR, Vilaysoun. « L'acquisition des actions majoritaires des sociétés anonymes par offre publique d'achat ou par achat en bourse » dans *Rapports canadiens au congrès international de droit comparé*, Athènes, 1994. Les Éditions Yvon Blais Inc, Cowansville, 1995. 409. À la 419.

[26] Cette note d'information est envoyée aux actionnaires à qui l'offre est faite, au conseil d'administration et à l'Autorité des Marchés financiers. Par la suite, les administrateurs doivent, dans un délai de quinze (15) jours, faire parvenir aux intéressés, à savoir, les actionnaires, et aux porteurs de titres donnant le droit d'acquérir des titres visés par l'offre publique d'achat, une circulaire d'information en vertu de l'article 134 de la Loi sur les Valeurs mobilières et du règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat⁴⁴.

[27] Cette circulaire d'information doit contenir un avis motivé de la position des administrateurs.⁴⁵ C'est ici que l'on trouve le germe de l'obligation de conseiller les actionnaires sur la position à adopter face à cette offre publique d'achat. Le conseil d'administration a également le droit de ne pas divulguer sa position et de ne faire aucune recommandation. Dans ce cas, il doit néanmoins expliquer les motifs qui le poussent à agir de la sorte en raison du libellé de l'article 134 de la Loi sur les Valeurs mobilières qui se lit ainsi :

« Le conseil d'administration de la société visée est tenu de faire parvenir une circulaire établie en la forme prévue par règlement, dans le délai fixé par règlement, aux porteurs de titres de la catégorie visée et aux porteurs de titres donnant le droit d'acquérir, pendant la durée de l'offre, les titres de cette catégorie, pour autant qu'ils résident au Québec d'après l'adresse inscrite dans les

⁴⁴ *Règlement 62-104 sur les Offres publiques d'Achat et de Rachat*. L.R.Q. c. V-1.1. r.0.1.04.

⁴⁵ *Règlement 62-104 sur les Offres publiques d'Achat et de Rachat*. L.R.Q. c. V-1.1. r.0.1.04, art 2.17

registres ou qu'ils résident en fait au Québec et en font la demande.

Cette circulaire peut contenir un avis motivé recommandant aux porteurs d'accepter ou de rejeter l'offre qui leur a été adressée. Toutefois, s'il est décidé de ne pas faire de recommandation, il faut expliquer les raisons de l'abstention. »⁴⁶

[28]C'est également à l'intérieur de cette circulaire que les administrateurs divulguent leur intention de mettre en place des mesures défensives.⁴⁷ Toute autre information permettant aux actionnaires d'évaluer la probabilité de succès de l'offre publique d'achat devrait également faire partie des informations contenues dans la circulaire.⁴⁸ Les administrateurs ont l'obligation de faire part de toute possibilité de conflit d'intérêts en les indiquant dans la circulaire.⁴⁹

[29]Ainsi, à l'intérieur de cette circulaire envoyée à tous les porteurs, on retrouve à la rubrique 16, la description de chacune des opérations mises en place par la compagnie ou la société visée par l'offre publique d'achat et son conseil d'administration, lesquelles sont reliées à l'offre publique d'achat et qui sont prises dans le but de recevoir la meilleure offre possible. Toute mesure défensive à une offre publique d'achat doit alors être décrite à cette rubrique.

⁴⁶ *Loi sur les Valeurs mobilières*, L.R.Q., c.V-1.1. art 134.

⁴⁷ *Règlement 62-104 sur les Offres publiques d'Achat et de Rachat*, L.R.Q. c. V-1.1. r.0.1.04., article 2.17, annexe 62-104A3, Rubrique 16.

⁴⁸ *Règlement 62-104 sur les Offres publiques d'Achat et de Rachat*, L.R.Q. c. V-1.1. r.0.1.04., article 2.17, annexe 62-104A3, Rubriques 5 et 15.

⁴⁹ *Règlement 62-104 sur les Offres publiques d'Achat et de Rachat*, L.R.Q. c. V-1.1. r.0.1.04., article 2.17, annexe 62-104A3, Rubrique 10.

En effet, la mise en place d'un régime de droits de souscription d'actions peut conduire à un changement important dans la structure du capital ou dans la politique de dividendes de la compagnie ou de la société visée.⁵⁰

[30]La mise en place d'un régime de droits de souscription d'actions constituant un placement de titres au sens de l'article 1 de la *Loi sur les Valeurs mobilières*, il apparaît nécessaire qu'un prospectus soit préparé en déposé auprès de l'Autorité des Marchés financiers en vertu de l'article 11 de la *Loi sur les Valeurs mobilières*. Considérant que l'information qui devrait être mentionnée dans le prospectus se retrouve dans la circulaire qui doit être déposée auprès de l'Autorité des Marchés financiers et envoyée à chacun des actionnaires, l'Autorité des Marchés financiers émettra une dispense de prospectus pour la mise en place d'un régime de droits de souscription d'actions conformément à l'article 263 de la *Loi sur les Valeurs mobilières*, soit une dispense discrétionnaire. En effet, le but visé par le prospectus étant de bien informer les actionnaires afin de leur assurer une protection adéquate est atteint par l'envoi de toute information nécessaire et ou utile à l'intérieur de la circulaire.

[31]Suite au dépôt de la note d'information et d'une circulaire par les personnes y obligées, il est usuel que l'initiateur et le conseil d'administration

⁵⁰ *Règlement 62-104 sur les Offres publiques d'Achat et de Rachat*. L.R.Q. c. V-1.1. r.0.1.04., article 2.17, annexe 62-104A3, Rubrique 16.

se lancent dans des négociations ou qu'une surenchère soit lancée par l'arrivée d'une deuxième offre par un autre initiateur. Il arrive donc à certaines occasions qu'un initiateur bonifie son offre, modifie la durée pour le dépôt des actions. Dans ces cas, il est de rigueur que l'initiateur dépose un avis de modifications des conditions de l'offre suivie d'une mise à jour par les administrateurs de leur circulaire d'informations dans les cinq (5) jours de l'avis de modification.⁵¹ Il est également requis par la *Loi sur les Valeurs mobilières* que le conseil d'administration fasse parvenir un avis de changement contenant tout fait qui peut influencer avec une probabilité significative la prise de décision des actionnaires et qui survient après l'émission de la première circulaire.⁵²

[32]Les autorités canadiennes en valeurs mobilières, dont leur principal rôle est de voir à la protection des petits investisseurs, ont émis un avis sur les diverses mesures défensives à une offre publique d'achat, à l'intérieur duquel elles indiquent la position qu'elles prennent dans l'éventualité où un litige apparaît suite à la mise en place d'une mesure défensive.⁵³ Ce texte normatif n'est pas encore incorporé dans le corpus législatif et réglementaire québécois, mais l'Autorité des Marchés financiers, en vertu des pouvoirs normatifs qui lui

⁵¹ *Loi sur les Valeurs mobilières*, L.R.Q. c. V-1.1. art 130.

⁵² *Loi sur les Valeurs mobilières*, L.R.Q. c. V-1.1. art 137.

⁵³ *Avis 62-202 relatif aux Mesures de Défense contre une Offre Publique d'Achat*. Bulletin hebdomadaire. 2003-07-18 Vol XXXIV #28.

sont conférés par la *Loi sur l'Autorité des Marchés financiers*⁵⁴, considère que tout émetteur ouvert doit respecter ces normes, notamment l'Avis 62-202 relatif aux mesures de défense contre une offre publique d'achat.

[33]Cet avis fixe donc les balises que la direction des sociétés visées ne peut dépasser. Cependant, à la lecture même du premier paragraphe de l'avis, l'on constate aisément que le champ d'action de la direction est des plus vastes, puisque les autorités canadiennes en valeurs mobilières constatent que « la direction peut prendre une ou plusieurs des mesures suivantes en réponse à une offre à laquelle elle s'oppose :

1. Tenter de persuader les actionnaires de rejeter l'offre;
2. Prendre des mesures pour maximiser le rendement de l'investissement des actionnaires, notamment la sollicitation d'une surenchère par un tiers;
3. Prendre d'autres mesures de défense pour empêcher l'offre de réussir. »⁵⁵

[34]De plus, à l'intérieur de cet avis, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières encadrent le mandat qui leur a été confié de la manière suivante : la protection des intérêts des actionnaires. Ainsi, comme nous le verrons plus en détails ci-après, plusieurs auteurs considèrent que la mise en

⁵⁴ *Loi sur l'Autorité des Marchés financiers*. L.R.Q. c. A-33.2, art 8.

⁵⁵ *Avis 62-202 relatif aux Mesures de Défense contre une Offre Publique d'Achat*. Bulletin hebdomadaire. 2003-07-18 Vol XXXIV #28. Art 1.1 (1).

place d'un régime de droits de souscription d'actions augmente la probabilité de surenchère, donc favorise les intérêts des actionnaires⁵⁶.

[35] Les autorités canadiennes en valeurs mobilières considèrent également que le droit d'un actionnaire de se pencher sur les offres qui lui sont faites est primordial et ces autorités n'entendent se saisir des différends que dans les cas où ce droit de prendre position sur les offres soumises est compromis.⁵⁷ Cette position découle d'une multitude de décisions rendues tant par les tribunaux américains⁵⁸, que dans les décisions rendues par les diverses autorités en matière de valeurs mobilières au Canada⁵⁹.

⁵⁶ LOUNGNARATH, JR, Vilaysoun. « *L'acquisition des actions majoritaires des sociétés anonymes par offre publique d'achat ou par achat en bourse* » dans *Rapports canadiens au congrès international de droit comparé*, Athènes, 1994. Les Éditions Yvon Blais Inc, Cowansville, 1995. p. 433.

⁵⁷ *Avis 62-202 relatif aux Mesures de Défense contre une Offre Publique d'Achat*. Bulletin hebdomadaire. 2003-07-18 Vol XXXIV #28. Art 1.1 (6). Avant l'entrée en vigueur de cet Avis 62-202, les autorités en matière de valeurs mobilières se basaient sur la *National Policy No. 38* de la *Canadian Securities Administrators*. Voir également *United Grain Growers Ltd c. 3339351 Canada inc.* [1997] M. J. No 111, alors que le tribunal cite l'article de Philip Anisman et Catherine R. McCall intitulé « *Poison Pill Rights Plan : A Checklist of Current Issues* » répertorié à Volume 6, numéro 5 *Corporate Governance Review* (August/September 1994).

⁵⁸ STRINE, Leo E. Jr. « *The professorial bear hug : The ESB Proposal as a Conscious Effort to Make the Delaware Courts Confront the Basic 'Just Say No' Question.* » *Stanford Law Review*. Dec. 2002 Vol 55, 863 à la page 870. *Moran vs. Household International, Inc.* 500 A.2d 1346, 1354 (Del 1985)

⁵⁹ Voir notamment : *Royal Host Real Estate Investment Trust and Canada Income Properties Real Investment Trust*, [1999] 22 OSCB 7819; *Offre publique d'achat par Institut Mérieux, S.A. sur 20% des actions ordinaires de CDC Sciences de la Vie inc.* (1998) Vol XIX, #24 BCVMQ 1. *Chapters inc. c. Trilogy Retail Enterprises LP* 7 mars 2001. OSC. *Canadian Jorex Limited and Mannville Oil & Gas Limited.* (1992) 15 O.S.C.B. 257; *Lac Minerals Ltd c. Royal Oak Mines Inc.* (1994) 17 O.S.C.B. 4963.; *Ivanhoe III inc. C. Centres commerciaux Cambridge Limitée*, (1999) 30 BCVMQ #7, 9;

QUALIFICATION JURIDIQUE DE LA MESURE :

[36] Avant de se pencher sur la légalité de la mise en place d'un régime de droits de souscription d'actions en tant que mesure défensive à une offre publique d'achat, nous considérons nécessaire de qualifier juridiquement cette mesure défensive, de manière à appliquer les critères de validation juridique appropriés.

Est-ce un règlement portant sur une émission d'actions?

[37] Le régime de droits de souscription d'actions peut être qualifié de plusieurs façons. En effet, on peut tout d'abord affirmer que ledit régime est en quelque sorte un règlement autorisant le conseil d'administration d'émettre de nouvelles actions, ladite émission d'actions étant soumise à au moins deux conditions suspensives : le lancement d'une offre publique d'achat et le refus du conseil d'administration d'approuver ladite offre publique d'achat, en d'autres mots, que cette offre publique d'achat soit qualifiée d'hostile par le conseil d'administration. À première vue, cette deuxième condition peut être qualifiée de condition purement potestative, c'est-à-dire que sa réalisation ne dépend que de la volonté des administrateurs. En vertu de l'article 1500 du Code civil du Québec⁶⁰, nous avons de fortes raisons de craindre pour la

⁶⁰ L'article 1500 du Code civil du Québec édicte : « L'obligation dont la naissance dépend d'une condition qui relève de la seule discrétion du débiteur est nulle; mais si la condition

reconnaissance de la valeur de la clause par les Tribunaux supérieurs. Il est utile de rappeler à ce moment que les règlements d'une compagnie sont assimilés à des contrats en vertu de l'article 313 du Code civil du Québec⁶¹. Il se pourrait donc qu'une compagnie dont le conseil d'administration aurait établi un régime de droits de souscription d'actions et qui donnerait une recommandation positive suite à une offre publique d'achat qui serait qualifiée d'amicale serait tout de même tenue à émettre des actions conformément au régime de droits de souscription d'actions puisque la condition relative à la qualification de l'offre publique d'achat par le conseil d'administration aurait été déclarée purement potestative, donc illégale, nulle et non avenue. Ainsi un actionnaire minoritaire mécontent pourrait augmenter sa participation par le biais du régime de droits de souscription d'actions puis par la suite vendre toutes ses actions, ce qui rendrait l'offre publique d'achat plus onéreuse, si ladite offre publique d'achat venait à réussir. Pour contrer cette possibilité, plusieurs régimes de droits de souscription d'actions ont élaboré un nouveau concept : l'offre autorisée. De cette façon, si l'offre respecte certaines conditions définies dans le règlement⁶², elle sera qualifiée d'offre autorisée et le

consiste à faire ou ne pas faire quelque chose, quoique cela relève de sa discrétion, l'obligation est valable. »

⁶¹ L'article 313 du Code civil du Québec édicte : « Les règlements de la personne morale établissent des rapports de nature contractuelle entre elle et ses membres. »

⁶² Par exemple, une des principales conditions est que l'offre soit soumise aux actionnaires pour vote sur l'approbation lors d'une assemblée extraordinaire. Les administrateurs prévoient également que l'initiateur devra assumer tout ou partie des frais encourus pour la tenue de cette assemblée extraordinaire. Pour d'autres exemples de conditions, voir RIOUX, Claude G. « *Description et légalité de certaines mesures défensives au Canada* » dans *Mesures défensives en matière d'offres publiques d'achat au Canada*. Les Éditions Yvon Blais, Cowansville, 1991. à la page 30.

droit de souscription ne pourra pas être utilisé. Cette façon de procéder ne devrait pas, selon nous, être déclarée nulle par les tribunaux, puisque le vote sur l'approbation de l'offre par les actionnaires reflète la volonté de disposer ou non de ses actions par l'actionnaire. De plus, l'objectif principal de la *Loi sur les Valeurs mobilières* et de l'*Avis 62-202 relatif aux Mesures de Défense contre une Offre publique d'Achat* vise à confirmer le droit des actionnaires de se prononcer sur les offres publiques d'achat en déposant ou non leurs actions. Cependant, en faisant voter directement sur la position que devrait prendre le conseil d'administration face à l'offre publique d'achat, le conseil d'administration vient restreindre sa capacité à négocier avec l'initiateur pour faire augmenter la prime d'achat de l'action.

[38]Une autre façon de contrer la possibilité que le régime de droits de souscription d'actions produise ses effets même dans le cas où l'offre publique d'achat serait autorisée est de créer un droit de rachat par la compagnie des droits de souscription, comme le soulignait le professeur Letsou :

« [...] modern poison pills are commonly drafted to grant directors discretion to redeem the rights, for a nominal purchase price, until a person or group becomes the beneficial owner of a specified percentage of the corporation's shares (typically 10% to 20%). This redemption rights ensures that the corporation's managers retain the power to sell the corporation, free from the

debilitating effects of the right, should they elect to do so.”⁶³

[39]Ainsi, moyennant un prix minime, les administrateurs pourraient mettre fin au régime de droits de souscription d’actions en rachetant les droits avant que ceux-ci ne soient levés par les actionnaires lorsqu’une offre publique d’achat est appuyée par ceux-ci dans la circulaire qu’ils font parvenir aux actionnaires.

[40]Dans un autre ordre d’idées, lors de la mise en place des régimes de droits de souscription d’actions, le conseil d’administration doit respecter les dispositions relatives à l’établissement de règlements. Les administrateurs peuvent donc, lorsque réunis en conseil, édicter des règlements sur divers sujets, et ce, avant de recevoir l’approbation des actionnaires. En effet, l’article 91, paragraphe 3 de la *Loi sur les Compagnies* stipule que les actionnaires doivent ratifier les règlements à la première assemblée générale suivant l’adoption des dits règlements par le conseil d’administration, à défaut de quoi, les règlements seront abrogés de plein droit.⁶⁴

[41]Cependant, vu la nature du dit règlement, permettant une émission d’actions, et surtout son incidence certaine sur les droits des actionnaires des

⁶³ LETSOU, Peter V. « *Are dead hand (and no hand) poison pills really dead?* » 68 U. Cin. L. Rev. 1101, à la page 1101.

⁶⁴ *Loi sur les Compagnies*. L.R.Q. c. C-38. Art 91, par.3. Pour les sociétés par actions de régime fédéral, l’article 103 de la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* est au même effet.

classes subalternes, le conseil d'administration devra faire adopter une résolution spéciale qui aura reçu une majorité spéciale de votes, soit les deux tiers⁶⁵, dans l'ensemble de l'actionnariat et dans chacune des catégories dont les droits rattachés aux actions seront diminués suite à la nouvelle émission d'actions. Les administrateurs mettront en place le régime de droits de souscription d'actions en utilisant le règlement pour une nouvelle émission d'actions en réponse à une offre publique d'achat déjà lancée.

[42] Fait à noter, l'émission d'actions en application d'un régime de droits de souscription d'actions n'est pas soumise à l'obligation pour la compagnie émettrice de préparer un prospectus. En effet, en raison du fait que ces actions sont – ou seront - émises à des personnes déjà actionnaires de la compagnie, ces dernières étant réputés avoir des connaissances suffisantes de la compagnie, ces derniers reçoivent périodiquement les rapports prescrits par la *Loi sur les Valeurs mobilières*. La dispense est toutefois soumise à l'obligation pour la compagnie émettrice de déposer une circulaire, afin de respecter son obligation d'information périodique et ponctuelle, prévue aux articles 75 et suivants de la *Loi sur les Valeurs mobilières*, auprès des marchés financiers et de ses actionnaires.⁶⁶

⁶⁵ En vertu de l'article 123.103 de la *Loi sur les Compagnies*.

⁶⁶ RIOUX, Claude G. « *Description et légalité de certaines mesures défensives au Canada* » dans *Mesures défensives en matière d'offres publiques d'achat au Canada*. Les Éditions Yvon Blais, Cowansville, 1991. à la page 44.

[43] Nous devons également noter que le fait d'émettre de nouvelles actions en vertu d'un régime de droits de souscription d'actions pose un deuxième problème : dans quel but ces actions seront-elles émises? En effet, le but principal et primordial recherché par le conseil d'administration lors d'une émission d'actions est d'augmenter le financement de la compagnie. Dans le cas du régime de droits de souscription d'actions, il est clairement établi par tous que la raison principale de cette émission de droits de souscription ne vise aucunement l'augmentation du financement de la compagnie, mais bien de contrer une offre publique d'achat non satisfaisante. Par conséquent, nous sommes en droit de nous demander si l'émission d'actions lors de l'application du régime de droits de souscription d'actions contrevient au droit corporatif en ce que cette émission d'actions ne vise pas à atteindre le but prévu par la législation pour une émission d'actions et que de ce fait, le conseil d'administration contrevient à ses obligations d'agir dans le meilleur intérêt de la compagnie⁶⁷. Nous débattons plus amplement de ce point dans une partie ultérieure de ce texte.

⁶⁷ YAKE, Warren J. "Takeover Tactics" Canadian-American Law Journal. 1983 Vol 2 : 43. À la page 56.

Est-ce une option d'achat d'actions?

[44]D'autres qualifient cette mesure défensive comme constituant un type d'option d'achat d'actions, ladite option d'achat étant rattachée à l'action⁶⁸. En effet, les professeurs Bebchuck, Coates et Subramanian définissent les régimes de droits de souscription d'actions comme suit :

« Poison pills consist of stock warrants or rights that allow the holder to buy an acquirer's stock (a so-called flip-over provision), the target's stock (a flip-in provision), or both at a substantial discount from the market price. These rights only become exercisable in the event that a shareholder (the acquiring person) buys more than a certain percentage of the target's stock (typically 10 or 15%) without the target board's approval.»⁶⁹

[45]En qualifiant ce régime de droits de souscription d'actions de cette manière, le conseil d'administration devrait inscrire toutes ces options d'achat dans le passif de son bilan, afin de refléter la valeur réelle du capital-actions advenant la levée des options par les titulaires de celles-ci. Cette inscription aurait une incidence notable à la baisse sur la valeur du capital-actions, ou de l'avoir des actionnaires ce qui pourrait avoir pour effet, d'un côté, de rendre les actionnaires mécontents, eux qui verraient ainsi les bénéfices non-répartis et le capital-actions être amputés d'un montant considérable et de l'autre, inciter

⁶⁸ COX, Laura L. «*Poison Pills : Recent Developments in Delaware Law*» 58 U. Cin. L. Rev. 611. À la page 617.

⁶⁹ BEBCHUCK, Lucian Arye, John C. Coates IV & Guhan Subramanian. «*The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards : Theory, Evidence and Policy*» Stanford Law Review. May 2002 Vol 54 887, à la page 904.

certaines investisseurs à lancer des offres publiques d'achat à des prix plus bas que la valeur des actions s'il n'y avait pas un tel régime de droits de souscription d'actions. Ainsi, par la mise en place d'un tel régime, le conseil d'administration se placerait dans une position plus vulnérable aux offres publiques d'achat puisque les actionnaires seraient mécontents de la valeur des actions, ce qui inciterait des investisseurs à mettre la main sur la compagnie. Bref le conseil d'administration se placerait dans la situation qu'il cherchait à éviter.

[46]Également, il faut noter que la mesure devra recevoir l'assentiment des actionnaires selon le mécanisme de l'article 123.103 de la *Loi sur les Compagnies* et dans la compilation des votes par catégorie. Évidemment l'option d'achat pourrait être levée en tout temps par l'actionnaire, mais à des prix différents selon que deux conditions suspensives se réalisent. La première condition est nécessairement qu'une offre publique d'achat soit lancée, tandis que la deuxième est le refus de conseiller d'accepter l'offre publique d'achat par le conseil d'administration à ses actionnaires. Tel que discuté plus amplement ci-dessus, nous sommes en présence d'une condition purement potestative qui pourrait très possiblement être déclarée nulle et sans effet par les tribunaux. Tant et aussi longtemps que les deux conditions ne se réalisent pas, le prix d'exercice de l'option est astronomique, de façon que personne ne soit intéressé à se prévaloir de ces options. Cependant dès que les conditions seraient remplies, le prix d'exercice de l'option est révisé à la baisse et est

habituellement fixé à la moitié de la valeur réelle de l'action, afin d'inciter les actionnaires à l'exercer. Fait important à noter, l'initiateur de l'offre, tout comme les personnes qui lui sont liées, ne pourront se prévaloir de cette option, puisqu'il est stipulé à l'article 141 de la *Loi sur les Valeurs mobilières* qu'il lui est formellement interdit d'acquérir de quelque façon que ce soit des actions visées par l'offre publique d'achat à un prix différent de celui fixé dans la note d'information de l'offre publique d'achat, sauf par le biais de l'article 142 de la *Loi sur les Valeurs mobilières*, soit par le biais d'un marché organisé jusqu'à concurrence de cinq pour cent (5%) des actions.

Est-ce un contrat entre la compagnie et les actionnaires?

[47]D'autres soutiennent que le régime de droits de souscription d'actions doit être interprété comme un contrat entre la compagnie et ses actionnaires. C'est ainsi qu'on pouvait lire dans le Rapport Zimmerman :

« Further, the Committee believes that SRPs (Shareholders Rights Plans) are a matter of private contract between a company and its shareholders.»⁷⁰

[48]Tel était le cas dans l'affaire *347883 Alberta Ltd*⁷¹, alors que la compagnie avait conclu une convention avec Royal Trust Company, qui

⁷⁰ *Report of the Committee to Review Take Over Bids Time Limits*, (1996) 19 OSCB 4469, à la page 4471.

⁷¹ *347883 Alberta Ltd v. Producers Pipelines inc.* [1991] 4 W.W.R. 577.

agissait comme fiduciaire des actionnaires et détenteur des droits de souscription jusqu'à ce que les conditions permettant la levée des droits de souscription par les actionnaires soient réalisées. Dans cette affaire, la compagnie de fiducie conservait les droits de souscription d'actions jusqu'à ce qu'un actionnaire détienne entre cinq et dix pour cent (5 et 10%) des actions. Certains actionnaires étaient protégés par une clause dite grand-père, c'est-à-dire que ces actionnaires détenaient un nombre d'actions qui était susceptible de déclencher le régime de droits de souscription d'actions lors de la mise en place de la mesure défensive, mais qu'en raison de leur détention d'actions supérieure en nombre à la limite permise avant que celle-ci n'entre en vigueur, cette détention supérieure en nombre à la limite ne pouvait être invoquée pour déclencher la libération des droits. Chaque droit relié à une action permettait à l'actionnaire d'acquérir dix (10) actions à un prix unitaire de sept dollars et cinquante cents (7.50\$), alors que l'action se transigeait aux alentours de quinze dollars (15\$) l'unité. Cette convention était en vigueur pour une durée limitée de six (6) mois, soit jusqu'au 27 décembre 1990.⁷²

[49]Également, Peter Dey et Robert Yalden indiquaient, dans leur article intitulé « *Keeping the Playing Field Level : Poison Pills and Directors' fiduciary Duties in canadian Take-Over Law* », que les droits émis suite à un régime de droits de souscription d'actions résultaient d'un contrat entre les actionnaires et la compagnie :

⁷² 347883 *Alberta Ltd v. Producers Pipelines inc.* [1991] 4 W.W.R. 577.

« In other words, Rights issued under a shareholders' rights plan are creatures of a contractual relationship between the company and its shareholders, not creatures of a corporations Act. As a result, they are not subject to corporations Acts' dictates regarding the structure of a share. But the process leading to the issuance of Rights is none the less subject to these Acts' requirements with respect to directors' fiduciary duties.”⁷³

[50] Nous sommes plutôt d'avis que le régime de droits de souscription d'actions ne peut être défini comme une relation contractuelle qui n'est pas soumise à la *Loi canadienne sur les Sociétés par Actions*, ou la *Loi sur les Compagnies*, en raison du fait que ce qui est émis par la compagnie est en quelque sorte une option d'achat d'actions ou une action, ou un autre droit d'acquérir une action à un prix fixé. Bien sûr, il y aura à un certain temps, une relation contractuelle qui sera créée entre la compagnie et son actionnaire, mais cette relation contractuelle devra être précédée d'un règlement permettant à la compagnie de faire partie de cette relation, et que celle-ci respecte les prescriptions des différentes lois, notamment la *Loi sur les Compagnies* et la *Loi canadienne sur les Sociétés par Actions*. Ainsi, le but d'une nouvelle émission d'actions ou d'une émission d'options d'actions sera de procurer de nouveaux fonds à la compagnie et non pas de tenter de faire échouer une offre publique d'achat. De plus, interpréter le régime de droits de souscription d'actions comme l'entendent Messieurs Dey et Yalden pose problème quant à

⁷³ DEY, Peter, et YALDEN, Robert. “Keeping the playing field level : Poison pills and directors' fiduciary duties in Canadian take-over law” *Canadian Business Law Journal* Vol 17, 1990, 252, à la page 274.

l'opposabilité de ces clauses contractuelles aux acquéreurs subséquents des actions qui pourraient, dans la quasi-totalité des cas, ne pas être informés de cette relation contractuelle particulière.

Est-ce un dividende spécial?

[51]Cependant, la plupart des compagnies américaines implantent le régime de droits de souscription d'actions sous forme d'un dividende spécial qui est versé sous forme d'un droit de souscription d'une action au prix fixé advenant que certaines conditions se réalisent.⁷⁴ Ainsi Julian Velasco décrivait le régime de droits de souscription d'actions ces termes :

« A company's board of directors adopts a shareholder rights plan pursuant to which a dividend of one 'right' is declared on each share of common stock. Each right is attached to, and not tradable separately from its corresponding share. Initially the rights are meaningless. However, if certain specified events occur, such as the acquisition by a hostile bidder of more than a specified percentage of the company's shares, the poison pill is triggered. Once triggered, the rights would detach from the shares and entitle all of the target company's shareholders, other than the hostile bidder, to acquire securities at a discount.»⁷⁵

⁷⁴ COX , Laura L. «*Poison Pills : Recent Developments in Delaware Law*» 58 U. Cin. L. Rev. 611. À la page 616.

⁷⁵ VELASCO, Julian. «*The enduring illegitimacy of the poison pill*» 27 J.Corp.L. 381 à la page 382.

[52]Cependant, peut-on en faire autant au Canada et au Québec? En vertu de la *Loi canadienne sur les Sociétés par Actions*, notamment en raison de l'article 43, le conseil d'administration peut déclarer un dividende sous une forme autre qu'un dividende en argent, notamment, en actions. Cependant, ces actions doivent être complètement libérées. Par conséquent, nous sommes d'avis qu'un conseil d'administration d'une société par actions de régime fédéral ne peut pas déclarer un dividende en option d'achat d'actions puisque l'article 43 de la *Loi canadienne sur les Sociétés par Actions* ne le permet tout simplement pas. Au surplus, les actions qui seraient émises suite à ce dividende ne seraient pas complètement payées, donc elles seraient émises en contravention de l'article 43 et du paragraphe 3 de l'article 25 de la *Loi canadienne sur les Sociétés par Actions*. De plus, la notion de bien ne pourrait, quant à nous, permettre la déclaration de dividende sous forme d'options, puisque les options en tant que telles ne sont pas des biens appartenant à la compagnie, puisqu'elle ne peut détenir aucun titre de sa propre entité⁷⁶. Pour ce qui est des compagnies régies par la *Loi sur les Compagnies*, la question ne semble pas aussi simple. À l'article 81 de la *Loi sur les Compagnies*, on indique que les dividendes peuvent être payés en actions qu'elles soient libérées totalement ou en partie seulement. Dans la loi québécoise, il n'est fait mention du droit de déclarer un dividende en biens qu'à l'article 80, article qui ne s'applique qu'à des compagnies minières. Ainsi, une compagnie québécoise ne

⁷⁶ Loi canadienne sur les sociétés par actions. L.R.C. ch. C-44. art. 30.

pourrait, règle générale, que déclarer des dividendes en argent, l'exception étant le dividende en actions. Ainsi, il serait impossible pour une compagnie québécoise de déclarer des dividendes sous forme d'option d'achat d'actions. Serait-il donc possible pour une société par actions canadienne ou québécoise d'implanter un régime de droits de souscription d'actions qui ressemblerait aux régimes implantés par la déclaration de dividendes en option d'achat d'actions aux Etats-Unis? Nous croyons qu'il est possible de ce faire si au lieu de déclarer un dividende sous forme d'options d'achat d'actions, les conseils d'administration déclarent un dividende sous forme d'actions privilégiées qui auraient une valeur très minime, qui ne seraient pas transmissibles et qui pourraient être converties en actions ordinaires, moyennant un certain montant, lorsque certaines conditions se réaliseraient, soit lorsqu'une offre publique d'achat serait lancée contre la compagnie émettrice et que cette offre publique d'achat ne serait pas appuyée par le conseil d'administration dans la circulaire prescrite par la *Loi sur les Valeurs mobilières*. De plus, pour minimiser l'impact de cette émission d'actions sur les actions ordinaires, il serait avantageux de retirer le droit de recevoir des dividendes à ces actions et le droit au reliquat des biens en cas de dissolution. Ainsi, il serait possible, en respectant la lettre de la Loi, d'émettre des actions privilégiées convertibles en actions ordinaires dans certains cas spécifiques libellés d'une manière telle que l'initiateur ne puisse pas s'en prévaloir, en raison du fait que les conditions de conversion ne sont pas remplies. De plus, il faudrait prévoir que les conditions de conversion soient libellées d'une manière telle que celles-ci ne constituent

pas une discrimination entre des actionnaires détenant des actions d'une même catégorie.

[53] Comme nous l'avons vu ci-haut, il existe plusieurs façons de mettre en place un régime de droits de souscription d'actions, soit par contrat entre la compagnie et les actionnaires, en nommant un fiduciaire qui ne libérera les droits de souscription que lors de la réalisation de certaines conditions. De plus, il est possible également de mettre en place cette mesure défensive sous forme d'une nouvelle émission d'actions⁷⁷, le plus souvent lorsque le temps joue contre le conseil d'administration, comme lorsque l'offre publique d'achat est déjà lancée. Cependant, l'une des meilleures solutions, selon nous, consiste à déclarer un dividende spécial sous forme d'actions privilégiées complètement libérées, lesquelles actions seraient convertibles lorsque certaines conditions seraient rencontrées, le tout, moyennant une certaine somme.

⁷⁷ COX, Laura L. "Poison Pills : Recent Developments in Delaware Law." 58 U Cin. L. Rev. 611 à la page 616.

LE RÔLE DES RÉGIMES DE DROITS DE SOUSCRIPTION

EFFETS THÉORIQUES DE L'ADOPTION D'UN RÉGIME

[54] Pourquoi les administrateurs mettent-ils en place ces régimes des droits de souscription d'actions? À l'origine, le but principal visé par les administrateurs était de minimiser la possibilité qu'un initiateur lance une offre publique d'achat visant à prendre le contrôle de la compagnie visée pour ensuite lancer une deuxième offre publique d'achat pour acquérir le reste des actions à un prix moins élevé.⁷⁸ Cette baisse du prix lors de la deuxième offre publique d'achat est due à une diminution de la demande en général pour acquérir lesdites actions, puisque aucun autre actionnaire ne peut plus prendre le contrôle de la compagnie. Il en résultait ainsi d'une baisse de la liquidité des titres restants.⁷⁹ De plus, cette façon d'opérer venait à l'encontre du principe de la protection des petits investisseurs actionnaires, lesquels se sentaient forcés de

⁷⁸ COX, Laura L. «*Poison Pills : Recent Developments in Delaware Law* » 58 U. Cin. L. Rev. 611. À la page 615. Voir également COHEN, Martin M. «*Poison Pills as a Negotiating Tool: Seeking a Cease-Fire in the Corporate Takeover Wars*» 1987 Colum. Bus. L. Rev. 459. À la page 490. MacIntoch, Jeffrey G. «*The Poison Pill : A Noxious Nostrum for Canadian Shareholders*» Canadian Business Law Journal Vol 15 1989. 276. À la page 279.

⁷⁹ MacIntoch, Jeffrey G. «*The Poison Pill : A Noxious Nostrum for Canadian Shareholders*» Canadian Business Law Journal Vol 15 1989. 276. À la page 280.

soumettre leurs actions à l'initiateur, de crainte que l'offre publique d'achat subséquente soit moins avantageuse⁸⁰.

[55] Du côté de l'initiateur, ce dernier sera moins intéressé à acquérir les actions restantes puisqu'il détient déjà le contrôle de la compagnie⁸¹. Ainsi, les personnes qui auront l'appui de l'initiateur et qui désirent occuper un poste au sein du conseil d'administration seront presque assurées d'être élues, à moins qu'un vote cumulatif ne soit prévu aux statuts constitutifs de la compagnie. À cette occasion, il serait nécessaire qu'un actionnaire minoritaire utilise tous ses votes pour tenter d'élire un seul administrateur. Ainsi, le prix qu'un tiers serait prêt à payer pour acquérir les actions restantes est influencé de façon marquée à la baisse⁸². Au Québec, les articles 142.1 et 144 de la *Loi sur les Valeurs mobilières* ainsi que l'Avis 62-202, proscrivent cette pratique qu'on appelle l'acquisition en deux temps, ou en anglais, « Two-tier bid ». L'initiateur, s'il ne propose pas d'acquérir la totalité des actions, ne pourra pas lancer d'autres offres publiques d'achat ou effectuer d'opérations de fermeture sans que les conditions ne soient les mêmes que celles de l'offre publique d'achat menée à bon terme, et ce, pour une période d'au moins cent vingt (120) jours, le tout en vertu du sous-paragraphe 4 du paragraphe 1 de l'article 4.4 de l'instruction

⁸⁰ LOUNGNARATH, JR, Vilaysoun. « *L'acquisition des actions majoritaires des sociétés anonymes par offre publique d'achat ou par achat en bourse* » dans *Rapports canadiens au congrès international de droit comparé*, Athènes, 1994. Les Éditions Yvon Blais Inc, Cowansville, 1995. 409 à la page 434.

⁸¹ MacIntoch, Jeffrey G. « *The Poison Pill : A Noxious Nostrum for Canadian Shareholders* » *Canadian Business Law Journal* Vol 15 1989. 276 à la page 280.

⁸² MacIntoch, Jeffrey G. « *The Poison Pill : A Noxious Nostrum for Canadian Shareholders* » *Canadian Business Law Journal* Vol 15 1989. 276. À la page 279.

générale Q-27⁸³. Ainsi, l'objectif principal des administrateurs que les offres d'achat qui leur sont soumises visent la totalité des titres⁸⁴ ou de permettre à des tiers intéressés de proposer d'autres offres pour lancer une surenchère est rempli par ledit article 4.4.

[56] Certains diront que c'est pour conserver leur poste d'administrateurs que les administrateurs mettent en place un tel régime de droits de souscription d'actions.⁸⁵ En effet, d'après une étude réalisée en Australie, environ vingt pour cent (20%) des offres publiques d'achat ayant réussi, le conseil d'administration a été complètement renouvelé, et dans près de cinquante pour cent (50%), un changement au sein du conseil d'administration fut observé.⁸⁶ À cette occasion, le régime ne pourrait être cautionné par les Tribunaux et devrait être trouvé illégal. En effet, comme nous l'avons vu précédemment, l'une des principales conséquences d'une offre publique d'achat qui réussit est que le contrôle de la compagnie change de mains. Ainsi, dès l'acquisition des actions déposées en réponse à l'offre publique d'achat, le nouvel actionnaire

⁸³ Instruction Générale Q-27.

⁸⁴ STRINE, Leo E. Jr. «*The Professorial Bear Hug : The ESB Proposal as a Conscious Effort to Make the Delaware Courts Confront the Basic 'Just Say No' Question*» Stanford Law Review. Dec. 2002 Vol 55, 863 à la page 870.

⁸⁵ COX, Laura L. «*Poison Pills : Recent Developments in Delaware Law*» 58. U. Cin. L. Rev. 611. À la page 611. MacIntoch, Jeffrey G. «*The Poison Pill : A Noxious Nostrum for Canadian Shareholders*» Canadian Business Law Journal Vol 15 1989. 276. À la page 281.

LOUNGNARATH, JR, Vilaysoun. «*L'acquisition des actions majoritaires des sociétés anonymes par offre publique d'achat ou par achat en bourse* » dans Rapports canadiens au congrès international de droit comparé, Athènes, 1994. Les Éditions Yvon Blais Inc, Cowansville, 1995. p. 434.

⁸⁶ LUZUNG, Aniano «*Should Directors be Allowed to Use Takeover Defensive Measures?* » University of Tasmanian Law Review. Vol 12, No 1 1993. 75. À la page 77. Pour l'étude complète, se référer à HUBBARD, GL. «*Targeting the Takeover*» (1987) 39 Professional Administrator. 13.

majoritaire, ou qui détient le plus d'actions, s'il n'est pas majoritaire, exigera vraisemblablement du conseil d'administration de convoquer une assemblée spéciale des actionnaires afin de confirmer les administrateurs dans leurs fonctions ou de les congédier et de procéder à une élection de nouveaux administrateurs. Dans le cas où le conseil d'administration négligeait de convoquer une telle assemblée, la *Loi canadienne sur les Sociétés par Actions*⁸⁷ et le *Code civil du Québec*⁸⁸ donnent ce pouvoir de convoquer une assemblée à l'actionnaire qui en a fait la demande au conseil d'administration. Évidemment, les administrateurs les plus à risques d'être congédiés seront ceux qui ne se seront pas acquittés de leurs tâches au meilleur de leurs connaissances. En effet, comme nous l'avons expliqué plus tôt, un initiateur tentera d'acquérir une compagnie lorsqu'il croit qu'elle n'est pas gérée de manière optimale.

[57]Un régime de droits de souscription d'actions jumelé à un règlement concernant l'élection des administrateurs, lesquels postes viennent en élection par vague successive annuelles, et non pas tous en même temps constitue une défense exceptionnelle aux offres publiques d'achat qualifiées d'hostiles.⁸⁹ En effet, un initiateur dont l'offre n'est pas entérinée par le conseil d'administration à l'intérieur de la circulaire ne pourra user de sa participation

⁸⁷ En vertu du paragraphe 4 de l'article 143 de la *Loi canadienne sur les Sociétés par Actions*.

⁸⁸ En vertu de l'article 352 du *Code civil du Québec*.

⁸⁹ BAINBRIDGE, Stephen M. «*Director Primacy in Corporate Takeovers ; Preliminary Reflections*» *Stanford Law Review* Vol 55. 791 à la page 796.

en actions pour faire démettre le conseil d'administration pour le remplacer par des administrateurs sympathiques à ses visées. En effet, le règlement concernant l'élection des administrateurs prescrit que ce ne sont pas tous les administrateurs dont le poste est soumis à une élection, mais seulement une partie, habituellement, le tiers de ceux-ci. L'élection est donc rotative et l'initiateur, pour en arriver à être représenté au sein d'un conseil d'administration favorable devrait user de patience, puisque l'opération devrait s'étendre sur une période d'au moins deux élections d'administrateurs.⁹⁰ Ainsi, Lucian Arye Bebchuck, John C Coates IV et Guhan Subramanian écrivaient :

« The pill dramatically changed how quickly a board could be replaced by shareholders. In the era of the pill, a potential buyer would need an election not to use the voting power of the block it had already acquired, but rather to buy the block in the first place. Pills made staggered boards important.»⁹¹

[58]Cependant, d'autres auteurs affirment que le régime de droits de souscription d'actions aurait été imaginé dans le but de maximiser la valeur des actions⁹². En effet, les régimes de droits de souscription d'actions sont érigés de manière à donner davantage de temps au Conseil d'administration pour

⁹⁰ YAKE, Warren J. «*Takeover Tactics*» Canadian-American Law Journal 1983, Vol 2:4, à la page 51.

⁹¹ BEBCHUCK, Lucian Arye, COATES IV, John C. et SUBRAMANIAN, Guhan. «*The powerful antitakeover force of Staggered Boards : Theory, Evidence and Policy*» Stanford Law Review. Volume 54. À la page 904.

⁹² WACHTER, Michael L. «*Takeover Defence when Financial Markets are (only) Relatively efficient*» University of Pennsylvania Law Review Vol 151:787, à la page 788. Voir également notamment DEY, Peter et Richard Yalden. «*Keeping the Playing Field Level : Poison Pills and Directors' Fiduciary Duties in Canadian Take-Over Law*» 1990 Canadian Business Law Journal Vol 17 :252.

examiner l'offre publique d'achat⁹³ avant de prendre position et de donner son appui dans la circulaire que le conseil d'administration doit faire parvenir aux actionnaires⁹⁴. D'autres régimes de droits de souscription d'actions prévoient que le délai pour déposer les actions en réponse à l'offre publique d'achat doit être de soixante (60) jours, sans quoi, le conseil d'administration ne pourra pas suspendre les effets du régime de droits de souscription d'actions.⁹⁵ Dans ce cas-ci, le but poursuivi par la mise en place d'un régime de droits de souscription serait d'encourager d'autres personnes à lancer une offre publique d'achat, de manière à lancer une surenchère entre les deux offrants. Ainsi, le conseil d'administration aurait davantage de temps pour trouver ce deuxième initiateur.⁹⁶ Cette école de pensée permet aux autorités canadiennes en valeurs mobilières et aux tribunaux de refuser d'intervenir et de faire preuve de

⁹³ *United Grain Growers Ltd v. 3339351 Canada Ltd.* [1997] MJ No. 111., alors que la Cour cite Philip Anisman et Catherine R. McCall, un article intitulé « *Poison Pills Rights Plan : A Checklist of Current Issues* », répertorié à Volume 6, numéro 5, Corporate Governance Review (August/September 1994.) : «It may also provide the directors of a corporation which is the subject of a takeover bid with additional time to attempt to maximize shareholder values by developing an alternative transaction of soliciting a competing takeover bid for the corporation's shares.» Voir également ANISMAN, Philip. « *Poison Pill Rights Plans ; The New Generation* » Volume 7, Numéro 6 Corporate Governance Review. (October/November 1995) à la page 5. Voir également HENRY, Gilbert L. « *Continuing Directors Provisions : These Next Generation Shareholders Rights Plans are Fair and Reasoned Responses to Hostile Takeover Measures* » 79 B. U. L. Rev. 989. À la page 995. Voir à cet effet 347883 *Alberta Ltd c. Producers Pipelines Inc.* [1991] 4 W.W.R. 577 à la page 577.

⁹⁴ RIOUX, Claude G. « *Description et légalité de certaines mesures défensives au Canada* » dans *Mesures défensives en matière d'offres publiques d'achat au Canada*. Les Éditions Yvon Blais, Cowansville, 1991. à la page 34.

⁹⁵ ANISMAN, Philip. « *Poison Pill Rights Plans ; The New Generation* » Volume 7, Numéro 6 Corporate Governance Review. (October/November 1995) à la page 4.

⁹⁶ Ainsi justifiait Chancellor Allen la mise en place d'un régime de droits de souscription d'actions dans l'affaire *City Capital Associates Ltd. Partnership v. Interco inc.* 551 A2d 787 (Del. Ch. 1988) à la page 798. : «Once those purposes had been achieved, however, the board had exhausted the proper limits of its authority to maintain the pill, at which point the stockholders had the ultimate right to decide whether to accept the offer.»

déférence face à un conseil d'administration qui mettrait en place un régime de droits de souscription d'actions. En effet, comme il en était fait mention précédemment, l'autorité en valeurs mobilières ne se saisira d'un différend que dans le cas où les intérêts des actionnaires seront violés, que ceux-ci ne pourront vraisemblablement se pencher sur l'offre d'achat qui leur est soumise ou que la mesure ne vise pas à favoriser une surenchère. Cependant, il n'est pas du mandat des autorités en valeurs mobilières de constater si la mesure mise en place respecte les exigences légales de la *Loi sur les Compagnies* ou la *Loi canadienne sur les Sociétés par Actions*.⁹⁷ En effet, ces deux lois ne sont pas mentionnées à l'Annexe 1 de la *Loi sur l'Autorité des Marchés financiers*, loi qui crée le bureau de révision en matière de valeurs mobilières, tribunal qui entend tout différend relatif aux valeurs mobilières.⁹⁸ Le professeur Loungnarath écrivait également :

« Les lois sur les sociétés et le droit commun s'y rattachant ont pour finalité de fournir un encadrement juridique au réseau de relations privées sous-jacent au fonctionnement d'une société par actions. Par contre, la finalité de la réglementation administrative des valeurs mobilières est d'un autre ordre car la mission du régulateur est de protéger le public et de veiller à l'intégrité, au bon fonctionnement et à l'efficiencia du marché des capitaux. »⁹⁹

⁹⁷ *Loi sur l'Autorité des Marchés financiers*. L.R.Q. c. A-33.2 art 7.

⁹⁸ *Loi sur l'Autorité des Marchés financiers*. L.R.Q. c. A-33.2 art 7. Annexe 1.

⁹⁹ LOUNGNARATH, JR, Vilaysoun. « *L'acquisition des actions majoritaires des sociétés anonymes par offre publique d'achat ou par achat en bourse* » dans *Rapports canadiens au congrès international de droit comparé*, Athènes, 1994. Les Éditions Yvon Blais Inc, Cowansville, 1995. p. 435.

[59] Ainsi, il appert que les autorités compétentes en matière de valeurs mobilières se limiteront à vérifier si la mesure défensive produit des résultats positifs pour les actionnaires, et si ce n'est plus le cas, celles-ci exigeront que la mesure défensive soit mise de côté, conformément aux principes de protection de l'actionnaire investisseur et de son droit de se pencher sur les offres publiques d'achat qui lui sont faites. C'est ainsi que dans l'affaire *Canadian Jorex Limited and Mannville Oil & Gas Ltd*¹⁰⁰, les tribunaux ont invalidé les effets d'un régime de droits de souscription d'actions après qu'une deuxième offre fut soumise aux actionnaires, sans pour autant déclarer que les administrateurs n'avaient pas respecté leurs obligations légales vis-à-vis des actionnaires.¹⁰¹ Ainsi, selon la théorie élaborée par Dey et Yalden¹⁰², le régime de droits de souscription d'actions est un outil permettant aux administrateurs de pallier à certaines faiblesses de la réglementation en matière d'offre publique d'achat, notamment en forçant l'initiateur à négocier avec le conseil d'administration ou en trouvant d'autres intéressés qui pourraient lancer des offres publiques d'achat concurrentes, forçant ainsi la surenchère. De plus, le régime de droits de souscription apparaît davantage souple contrairement aux autres mesures défensives à des offres publiques d'achat, en ce que cette mesure défensive s'établit en plusieurs étapes : d'abord la mise en place d'un

¹⁰⁰ *Canadian Jorex Limited c. Mannville Oil & Gas Ltd* (1992) 15 O.S.C.B. 257.

¹⁰¹ LOUNGNARATH, JR, Vilaysoun. « *L'acquisition des actions majoritaires des sociétés anonymes par offre publique d'achat ou par achat en bourse* » dans *Rapports canadiens au congrès international de droit comparé*, Athènes, 1994. Les Éditions Yvon Blais Inc, Cowansville, 1995. 409 à la page 436.

¹⁰² DEY, Peter et Richard Yalden. « *Keeping the Playing Field Level : Poison Pills and Directors' Fiduciary Duties in Canadian Take-Over Law* » 1990 *Canadian Business Law Journal* Vol 17 :252.

régime de droits de souscription, par la suite, la mise en application du dit régime par la libération des dits droits de souscription. Ainsi, pendant une certaine période, soit jusqu'à ce que le conseil d'administration libère les droits, l'initiateur a la possibilité de convaincre le conseil d'administration que son offre est la meilleure, ou de bonifier son offre, de manière à la rendre acceptable par le Conseil d'administration¹⁰³.

[60]Si, par contre, il était clair que les mesures défensives étaient utilisées de manière à favoriser les surenchères, aucune critique des régimes de droits de souscription d'actions n'aurait été soulevées, comme le soutient, à bon escient, Julian Velasco :

« If companies were using the poison pill in this manner [de manière à lancer une surenchère], it would be virtually beyond criticism. Management clearly would be seeking the shareholder's interests, which is their fundamental charge. The problem is that target companies rarely use the poison pill in order to conduct an auction. Management does not want to put the company up for sale, but would rather retain its independence. So while the auction may be a legitimate defence in the appropriate case, it would be the rare case. »¹⁰⁴

[61]Ryngaert, dans une étude recensée dans le texte de Jeffrey MacIntosh intitulé « *The Poison Pill : A Noxious Nostrum for canadian*

¹⁰³ LOUNGNARATH, JR, Vilaysoun. « *L'acquisition des actions majoritaires des sociétés anonymes par offre publique d'achat ou par achat en bourse* » dans *Rapports canadiens au congrès international de droit comparé*, Athènes, 1994. Les Éditions Yvon Blais Inc, Cowansville, 1995. p. 463.

¹⁰⁴ VELASCO, Julian. « *The Enduring Illegitimacy of the Poison Pill* » 27 J. Corp. L. 351. À la page 414.

Shareholders »¹⁰⁵, concluait que le fait de mettre en place un régime de droits de souscription d'actions n'augmentait pas les chances de surenchère, mais au contraire, les diminuait. En effet, dans soixante-neuf pour cent (69%) des offres publiques d'achats lancées sur des compagnies qui n'avaient pas mis en place de régimes de droits de souscription d'actions, il y avait eu surenchère, comparativement à cinquante-deux (52%) des cas pour les compagnies avec des régimes de droits de souscription d'actions.¹⁰⁶ Avant l'entrée en vigueur de l'arrêté ministériel 2003-01, la *Loi sur les Valeurs mobilières* prévoyait que l'offre publique d'achat devait être ouverte pour acceptation pour une durée minimale de vingt et un (21) jours. Plusieurs ont donc conclu qu'il était pratiquement impossible de lancer une deuxième offre publique d'achat dans les vingt et un (21) jours suivant la première offre publique d'achat. Telle était la perception des membres d'un comité dirigé par Adam Zimmerman et mis sur pied par The Investment Dealers Association of Canada dans leur rapport (ci-après désigné Rapport Zimmerman)¹⁰⁷ et les membres du comité sénatorial et qui indiquaient dans le *Rapport sénatorial sur la Régie d'entreprise* déposé en août 1996¹⁰⁸, qu'il est quasi illusoire d'encourager une surenchère dans un délai de vingt et un (21) jours. Ainsi, le Rapport Zimmerman s'est donc prononcé en

¹⁰⁵ MacIntoch, Jeffrey G. «*The Poison Pill : A Noxious Nostrum for Canadian Shareholders*» Canadian Business Law Journal Vol 15 1989. p. 276

¹⁰⁶ MacIntoch, Jeffrey G. «*The Poison Pill : A Noxious Nostrum for Canadian Shareholders*» Canadian Business Law Journal Vol 15 1989. p. 276 à la page 290. Pour les résultats complets de l'étude réalisée par Ryngaert, voir : RYNGAERT, Michael. «*The Effect of Poison Pill Securities on Shareholder Wealth*». (1988) 20 J. Fin. Econ. 377.

¹⁰⁷ *Report of the Committee to Review Take-Over Bid Time Limits*. Investment Dealers Association of Canada.

¹⁰⁸ *Report of the Standing Senate Committee on Banking, Trade and Commerce*. August 1996.

faveur d'une augmentation de la durée minimale de la période de dépôt des actions dans le cadre d'une offre publique d'achat, proposant que cette dernière passe de vingt et un (21) à trente-cinq (35) jours. Cette proposition fut donc suivie et l'article 189.9 du *Règlement sur la Loi sur les Valeurs mobilières*, lequel fut remplacé par l'article 2.28 du *Règlement 62-104 sur les Offres publiques d'Achat et de Rachat*¹⁰⁹, fixe la durée minimale d'une offre publique d'achat à trente-cinq (35) jours. Il est également écrit dans le Rapport Zimmerman que le seul but valable au régime de droits de souscription d'actions est de tenter de prolonger la durée de dépôt des actions dans l'espoir qu'une deuxième offre publique d'achat soit lancée par un concurrent ou qu'en raison du fait de la possibilité d'émettre une multitude d'actions aux actionnaires qui ne sont pas liés avec l'initiateur, ce dernier rencontrera les administrateurs afin d'arriver à une solution acceptable pour tous et que l'offre publique d'achat soit soutenue par le conseil d'administration.

[62]Ces personnes croient donc que la mise en place d'un régime de droits de souscription d'actions permet aux actionnaires et aux administrateurs de bénéficier de plus de temps pour examiner l'offre qui leur est soumise, trouver des offrants qui pourraient se lancer dans une surenchère et ainsi de prendre une décision éclairée.¹¹⁰ En effet, dans ce type de transaction, le temps

109 En effet, l'article 3 du décret ministériel 2008-03 abrogea l'article 189.9 du *Règlement sur les Valeurs mobilières*.

110 YABLON, Charles M. «*Poison Pills and Litigation Uncertainty*» 1989 Duke L. J. 54 à la page 88

est une donnée très importante. D'un côté, l'initiateur espérera que l'offre publique d'achat se déroule le plus rapidement possible, tandis que l'actionnaire demandera d'avoir davantage de temps pour bien évaluer toutes les options qui s'offrent à lui. En effet, l'initiateur aura, lors du lancement de son offre publique d'achat, déjà investi beaucoup d'argent dans cette transaction¹¹¹. Tout d'abord, il aura dû examiner de nombreuses entreprises avant de trouver la perle rare, la compagnie qui, selon lui, n'est pas assez performante. Ensuite, lorsque la compagnie est ciblée, il reste à l'évaluer correctement et à fixer le prix d'acquisition des actions. L'initiateur doit donc évaluer avec le plus de précision possible quelle devrait être la valeur des actions suite aux changements qu'il effectuera afin d'augmenter la productivité de la compagnie ciblée. Une partie de cette plus-value sera ajoutée à la valeur marchande des actions afin de convaincre les actionnaires de vendre leurs actions¹¹². Ainsi, lorsque tout ce travail a été fait, l'initiateur tentera de donner le délai le plus court possible pour que les actionnaires déposent leurs actions, de crainte qu'une autre personne ne soit intéressée par la même entreprise et qu'elle lance une offre, ce qui réduirait les chances de réussite de la première offre publique d'achat. La mise en application d'un régime de droits de souscription d'actions vient briser toute l'équation effectuée par l'initiateur. La valeur marchande des

¹¹¹ GILLEN, Mark R. « *Proposed Changes to Provincial Takeover Bid Legislation: Deterrence Without Protection* » (1991) U.B.C. L. Rev. 129-151. Paragraphe 22.

¹¹² BRAULT, Marie. « *Les Mesures Défensives aux Offres Publiques d'Achat : Mesure ou Démesure?* » Août 2001, Université de Montréal, à la page 4.

actions, suite à la levée des droits de souscription, aura diminué énormément.¹¹³

Le prix d'acquisition des actions par l'initiateur étant figé en vertu des dispositions de la *Loi sur les Valeurs mobilières* tant que l'offre n'est pas terminée, la prime réelle sera beaucoup plus élevée que celle qui avait été planifiée. Elle dépassera sans aucun doute la plus-value que l'initiateur avait prévue. Suite à ces calculs, l'initiateur laissera tomber son offre puisqu'elle ne lui sera plus bénéfique, les coûts dépassant largement les gains qu'il aurait pu retirer de cette acquisition.

[63] Du côté des actionnaires, il est dans leur intérêt que l'offre publique d'achat se déroule sur une plus longue période. En effet, ce qui constitue un risque pour l'initiateur devient sans aucun doute une chance pour l'actionnaire. Dans le cas où plus d'une personne lance une offre publique d'achat, l'actionnaire bénéficiera de la surenchère sur la valeur des actions, ce dernier déposera ses actions au plus offrant. Dans le cas où il n'y aurait tout de même pas d'autres offrants, les actionnaires bénéficieraient néanmoins d'un prix plus élevé en raison du fait que l'initiateur tenterait de ne pas déclencher le processus permettant aux actionnaires de lever leurs droits de souscription d'actions. De ce fait, les administrateurs ont, par le biais des régimes de droit de souscription d'actions, mis en place une toute nouvelle dynamique où ils se sont appropriés le gros bout du bâton. En effet, dès que l'offre déposée par

¹¹³ HENRY, Gilbert L. « *Continuing Directors provisions : These Next Generation Shareholders Rights Plans are Fair and Reasoned Responses to Hostile Takeover Measures* » 79 B. U. L. Rev. 989. À la page 995.

l'initiateur est qualifiée d'hostile ou d'inamicale, ou selon le cas, elle n'est pas qualifiée d'autorisée, parce que non sollicitée et non appuyée par le conseil d'administration ou par les actionnaires lors d'une assemblée extraordinaire, l'initiateur aura tout intérêt à s'asseoir avec le conseil d'administration et de négocier leur approbation afin de ne pas avoir à subir les effets dévastateurs du régime qui l'obligeraient à acquérir des actions dont la valeur a été diluée, et ce, au prix initialement fixé dans l'offre¹¹⁴. L'initiateur devra également acquérir un nombre supérieur d'actions à celui prévu dans l'offre afin d'arriver au pourcentage de participation dans l'actionnariat visé. En mettant en place un régime de droits de souscription d'actions, les administrateurs espèrent donc que les initiateurs viennent négocier les conditions de leur offre publique d'achat et ainsi la bonifier moyennant l'approbation du conseil d'administration¹¹⁵. En bonifiant l'offre, l'initiateur devra envoyer un document contenant les modifications à l'offre à tous les actionnaires, comme on l'a vu précédemment, et par la suite, le conseil d'administration devra faire parvenir une nouvelle circulaire.¹¹⁶

¹¹⁴ HENRY, Gilbert L. « *Continuing Directors provisions : These Next Generation Shareholders Rights Plans are Fair and Reasoned Responses to Hostile Takeover Measures* » 79 B. U. L. Rev. 989. À la page 995. Voir également KLOCK, Mark. « *Dead-Hands-Poison Catalyst or Strenght-Enhancing Megavitamin? An Analysis of the Benefits of Managerial Protection and the Detriments of Judicial Interference* » 2001 Colum. Bus L. Rev. 67. À la page 104.

¹¹⁵ COX, Laura L. « *Poison Pills : Recent Developments in Delaware Law* » 58 U. Cin. L. Rev. 611. À la page 611.

¹¹⁶ *Loi sur les Valeurs mobilières*. L.R.Q., c. V-1.1. Articles 130 et 138.

[64]Cependant, cette théorie n'est appuyée par aucune étude. Au contraire, Ryngaert a découvert que la surenchère surviendrait plus souvent dans le cas où la compagnie visée par l'offre publique d'achat n'avait pas mis en place un régime de droits de souscription d'actions (dans 69% des cas) que lorsqu'une telle mesure défensive était mise en place (une surenchère survenait dans 52% des cas).¹¹⁷

[65]Autre inconvénient pour l'initiateur : la *Loi sur les Valeurs mobilières* prévoit que le dépôt des actions par les actionnaires est révocable, en vertu des articles 147.5 et 130 de cette Loi. Ainsi, un actionnaire qui dépose ses actions en réponse à une première offre publique d'achat pourra dans les vingt et un (21) jours suivant le lancement de l'offre les reprendre et ce, même si l'initiateur en a pris livraison. Dans le cas où l'Initiateur n'en a pas pris livraison, l'actionnaire dispose d'un délai de dix (10) jours suivant le dépôt de l'avis de modification pour retirer ses actions. Il peut également le faire après l'expiration d'un délai de quarante-cinq (45) jours suivant le lancement de l'offre. Ceci pourrait survenir dans le cas où un initiateur aura lancé une offre à l'intérieur de laquelle il offrait d'acquérir une partie seulement des actions, par exemple pour atteindre une participation majoritaire des actions en circulation, au lieu de faire une offre dont l'objectif serait d'acquérir la totalité des actions d'une catégorie visée. En effet, il pourrait arriver qu'en raison de la popularité

¹¹⁷ MacIntoch, Jeffrey G. «*The Poison Pill : A Noxious Nostrum for Canadian Shareholders*» Canadian Business Law Journal Vol 15 1989. 276. À la page 290.

de l'offre, les actionnaires déposent toutes leurs actions en réponse à l'offre publique d'achat. Cependant, en raison du libellé de l'offre elle-même, l'initiateur pourrait refuser d'acquérir les actions après avoir atteint le seuil prévu à l'offre publique d'achat. Ainsi, l'initiateur ne prendrait pas livraison des actions en surplus et les actionnaires devraient reprendre leurs actions dans le délai prescrit par la Loi. Cependant, un initiateur averti prendra soin de conclure des ententes de blocage avec des actionnaires alliés en vue de minimiser la possibilité de réussite des offres publiques d'achat concurrentes. Mais qu'est-ce qu'une entente de blocage? On qualifie d'entente de blocage, ou de «Lock-up agreement», une convention entre des actionnaires à l'intérieur de laquelle un actionnaire s'engage irrévocablement à déposer ses actions à un deuxième actionnaire selon les termes de l'offre publique d'achat à être déposée par ce dernier. En cas de refus de vendre du premier actionnaire, il devrait évidemment être prévu que l'actionnaire initiateur pourra forcer la vente des actions par un recours en passation de titre à l'intérieur d'une clause de défaut.

[66]Tel qu'expliqué davantage plus haut, il est important de garder en mémoire que l'offre publique d'achat est souvent lancée parce que l'initiateur est d'avis que la compagnie n'est pas gérée de manière optimale, donc que le conseil d'administration ne rend pas une prestation satisfaisante. Par conséquent, lorsqu'une offre publique d'achat réussit, on assiste alors habituellement à une relève de la garde au niveau du conseil d'administration,

lorsque l'offre était qualifiée d'inamicale ou d'hostile. Pour cette raison, il est de la plus haute nécessité de garder en tête que le conseil d'administration se retrouve en quelque sorte pris entre trois feux : d'un côté, il a l'obligation d'agir dans les meilleurs intérêts de la compagnie, en vertu des lois fédérale et provinciale sur les compagnies, d'un autre côté, il doit conseiller les actionnaires sur la position à prendre face à cette offre publique d'achat, en vertu de la *Loi sur les Valeurs mobilières*, et troisièmement, il est indéniable que l'administrateur désirera conserver son poste au conseil d'administration. Ainsi, certains administrateurs pourraient être tentés de mettre en place un régime de droits de souscription d'actions dans un but totalement intéressé, afin de conserver leur poste au sein du conseil d'administration. Par conséquent, il serait prudent que le Législateur, ou à tout le moins les Tribunaux, fasse ressortir cet état de fait dans l'établissement de la règle de droit dans ce domaine. Il est intéressant de noter que certaines compagnies ont instauré une règle visant à nommer quelques administrateurs qualifiés d'indépendants pour ainsi tenter de diminuer les risques de conflits d'intérêts, alors que d'autres ont délégué la tâche d'examiner l'offre publique d'achat à un comité composé d'administrateurs et de personnes indépendantes. Nous sommes d'avis que ceci constitue un pas dans la bonne direction, mais que ces solutions ne sont pas suffisantes afin d'éliminer toute possibilité de conflits d'intérêts.

[67]Cependant, avec les modifications apportées aux différentes lois concernant les offres publiques d'achat suite aux recommandations du Rapport

Zimmerman, nous pouvons être portés à croire que le but visé avec la mise en place de régimes de droits de souscription d'actions sera désormais atteint par la Loi, ce qui pourrait influencer les tribunaux et les organismes de réglementation quant à la validité de ces régimes de droits de souscription d'actions.

[68] Dans le cas où chacune des parties restent sur leurs positions ou que les négociations échouent, le régime de droits de souscription d'actions entre en jeu. En effet, cette mesure défensive donne d'excellents résultats. Par exemple, dans l'affaire *United Grain Growers Ltd*¹¹⁸, la Cour a décidé que l'entente entre Alberta Wheat Pool et Manitoba Pool Elevators, d'une part, et Ryback Management Corp, d'autre part, faisait que les trois compagnies devaient être considérées comme étant des personnes liées et qu'en raison de la participation de ces trois compagnies dans l'actionnariat, le régime de droits de souscription d'actions entrerait en vigueur. Suite à cette décision de la Cour, Alberta Wheat Pool et Manitoba Pool Elevators ont décidé de retirer leur offre. Ainsi, le régime de droits de souscription d'actions peut également avoir comme but de venir décourager des initiateurs à lancer leur offre ou de les inciter à retirer cette offre si elle n'est pas autorisée par les administrateurs ou par les actionnaires de la compagnie visée. Évidemment, si les administrateurs mettent en place un régime de droits dans le but de faire tomber une offre publique d'achat, les tribunaux n'hésiteront pas à sanctionner leur démarche, comme nous le verrons

¹¹⁸ *United Grain Growers Ltd vs. 3339351 Canada Ltd.* [1997] M.J. No 111.

plus en détail plus loin dans le présent texte. En effet, l'un des principaux éléments que les tribunaux sont amenés à se pencher dessus, dans leur réflexion portant sur la nécessité ou non de rendre inapplicable un régime de droits de souscription d'actions, est le fait que les actionnaires peuvent – ou non- prendre position sur la mesure défensive et sur l'offre d'achat qui leur est soumise. Cet élément est si important aux yeux des autorités en matière de valeurs mobilières au Canada qu'il fut incorporé à *l'Avis 62-202* et qu'il y était dans *l'instruction générale C-38*¹¹⁹.

[69]En effet, cet *Avis 62-202* sert de pierre angulaire pour l'Autorité des Marchés financiers et les autres commissions provinciales encadrant le domaine des valeurs mobilières alors qu'il jette les bases des critères que les autorités compétentes examinent dans l'évaluation des mesures défensives à une offre publique d'achat, notamment quant aux régimes de droits de souscription d'actions. Cet Avis vise principalement à rétablir les pouvoirs de négociation des administrateurs face à l'initiateur dans le but de maximiser la valeur des actions visées par l'offre publique d'achat. Cette politique est écrite en des termes généraux dans le but de donner des bases aux autorités en matière de valeurs mobilières et d'assurer la pérennité de la mesure.

¹¹⁹ LOUNGNARATH, JR, Vilaysoun. « *L'acquisition des actions majoritaires des sociétés anonymes par offre publique d'achat ou par achat en bourse* » dans *Rapports canadiens au congrès international de droit comparé*, Athènes, 1994. Les Éditions Yvon Blais Inc, Cowansville, 1995. p. 434.

[70]Ainsi, dans l'examen des régimes de droits de souscription d'actions, les autorités en matière de valeurs mobilières se pencheront principalement sur le point quant à savoir si les actionnaires ont l'opportunité de prendre connaissance de l'offre publique d'achat qui leur est soumise et s'ils ont l'opportunité de l'accepter ou de la refuser. Ce principe de l'intérêt propriétaire est l'une des assises du droit corporatif canadien¹²⁰. En effet, en tant que propriétaire des actions, l'actionnaire a le droit supérieur de décider quand et à quel prix il vendra ses actions. C'est ainsi que les autorités en matière de valeurs mobilières, en évaluant les régimes de droits de souscription d'actions, accorderont une attention particulière au droit de l'actionnaire de répondre à l'offre publique d'achat.

[71]De plus, les autorités se pencheront également sur l'effet qu'a la mise en place d'un tel régime de droits de souscription d'actions, quant à savoir si les démarches du conseil d'administration auront porté fruits, soit de lancer une surenchère. En raison des délais relativement courts pour répondre à une offre publique d'achat, les administrateurs auront intérêt à trouver des démarches pour gagner du temps, négocier des délais plus longs. La mise en place d'un régime de droits de souscription d'actions permet d'atteindre ce but.

¹²⁰ LOUNGNARATH, JR, Vilaysoun. « *L'acquisition des actions majoritaires des sociétés anonymes par offre publique d'achat ou par achat en bourse* » dans *Rapports canadiens au congrès international de droit comparé*, Athènes, 1994. Les Éditions Yvon Blais Inc, Cowansville, 1995. p. 447.

En effet, en menaçant de mettre en application un régime de droits de souscription d'actions, et par conséquent, de rendre l'offre publique d'achat irréalisable, les administrateurs poussent l'initiateur à venir s'asseoir à la table de négociation afin que le régime de droits de souscription d'actions ne soit lancé. De l'autre côté, les administrateurs exigeront des conditions plus avantageuses et des délais supplémentaires, afin que ceux-ci puissent trouver des offres qui pourraient être plus intéressantes. Dans le cas où les deux parties ne pourraient venir à une entente, le différend sera soumis aux autorités en matière de valeurs mobilières, lesquelles décideront si le régime de droits de souscription d'actions aura rendu tous ses fruits, ou si des avantages peuvent toujours être soutirés par le fait de conserver en place pour quelques temps encore le régime de droits de souscription d'actions.

[72]Les autorités en matière de valeurs mobilières useront de déférence à l'égard des décisions prises par les administrateurs dans le contexte d'offre publiques d'achat lorsqu'elles viseront à lancer une surenchère, puisque les autorités considèrent que les enchères faites sans entrave donnent les meilleurs résultats et que dans le cas où les offres sont contestées, elles laisseront le marché agir. Ainsi, les autorités en matière de valeurs mobilières voient les mesures défensives comme un catalyseur, ou un électrochoc, visant à faire sortir d'autres offres publiques d'achat pour lancer cette surenchère. Beck et Wildeboer écrivaient ainsi :

« The concept of a free auction market does not necessarily require complete target management passivity in the face of a hostile bid. Management should have the ability, perhaps even the responsibility, of seeking out the best possible bids to put before its shareholders. For that reason, the role of target management in the auction process is recognized in the National Policy No 38 [l'ancêtre de l'avis 62-202]. The Policy essentially takes the position that target directors have no role other than advising the shareholders as to their opinion with respect to the bid and seeking out alternative offers or higher bids.»¹²¹

¹²¹ BECK, Stanley M. Et Rod Wildeboer. «*National Policy 38 as a Regulator of Defensive Tactics*» (1987) Mer. Mem. Lect. (acquisitions ans Take-Overs) 119. À la page 131.

EFFETS PRATIQUES DE L'ADOPTION D'UN RÉGIME

[73]En réalité, les effets de l'application d'un régime de droits de souscription d'actions sont tout autres. Par exemple, dans l'affaire *United Grain Growers* précitée, le juge Scollin explique les effets du régime mis en place par *United Grain Growers* en ces mots :

« The results of acquiring more than 15% of the UGG shares in the circumstances of this case would be to trigger a poison pill which, if followed through and implemented by UGG, would dilute and thereby reduce the equity in UGG of the Pools from 14.98% to 1.95% (from over \$25 million down to \$12 million, based on the considerably higher than market price offered by the Pools) and on the same basis it would reduce Lindner's share proportion from 6.4% to 0.8% (a drop from \$11 million to just under \$6 million). »¹²²

[74]Comme nous pouvons le constater, si le régime de droits de souscription d'actions est appliqué lorsqu'une offre publique d'achat est lancée et que les droits de souscription sont levés par les actionnaires, cela a pour effet de diluer considérablement l'apport et la participation des actionnaires qui ne se prévaudront pas de ces droits.¹²³ Ainsi, la valeur unitaire des actions chutera et la participation dans l'actionnariat des personnes qui ne pourront se prévaloir des droits de souscription, pour quelque raison que ce soit, par manque de liquidité ou parce qu'ils auront été qualifiés de parties liées à l'Initiateur, sera

¹²² *United Grain Growers Ltd v. 3339351 Canada Ltd.* [1997] MJ No. 111.

¹²³ *United Grain Growers Ltd v. 3339351 Canada Ltd.* [1997] MJ No. 111.

diminuée. Par conséquent, le but visé par la mesure défensive sera loin d'être atteint, la mesure défensive aura même l'effet contraire que celui escompté. Cependant, ce ne sont que les conséquences de l'application du régime de droits de souscription d'actions. Y a-t-il des effets sur le prix des actions suite à la mise en place d'un régime de droits de souscription d'actions? Est-il davantage profitable pour un actionnaire que la compagnie dont il est actionnaire mette en place un tel régime? En d'autres mots, est-ce que les gains effectués suite à la négociation entre l'initiateur et le conseil d'administration sont-ils suffisants pour compenser les pertes de valeur des actions lors de la mise en place du régime de droits de souscription d'actions? Dans la prochaine partie de ce mémoire, nous effectuerons une revue des différentes études traitant de la fluctuation de la valeur des actions tout au long du processus de mise en place d'un régime de droits de souscription d'actions, jusqu'à la concrétisation d'une offre publique d'achat. Nous débuterons par poser l'hypothèse que le régime de droits de souscription d'actions influence à la baisse la valeur des actions dans un marché secondaire.

[75] Certains administrateurs, comme nous l'avons vu précédemment, ont pour objectif de conserver leur poste au conseil d'administration. Nous sommes d'avis qu'en mettant en place un régime de droits de souscription d'actions, ces administrateurs tentent de s'arroger le droit de bloquer une cession d'actions entre deux particuliers, ces premiers n'étant pas partie à ladite transaction initialement. En effet, le propre d'un émetteur non fermé (par

opposition à l'émetteur fermé au sens de la *Loi sur les Valeurs mobilières*) est qu'il n'y aura pas de restriction à la cession des titres en circulation. La décision du conseil d'administration de mettre en place une mesure défensive sous la forme d'un régime de droits de souscription d'actions pourrait venir diminuer l'attrait des tiers pour acquérir lesdites actions. La demande est donc moindre, ce qui inévitablement influe à la baisse sur le prix. Ainsi, la valeur marchande ou à la bourse d'une action d'une compagnie diminuera lors de l'implantation du régime de droits de souscription d'actions. Il ne faut pas oublier que les administrateurs les plus enclins à implanter de telles mesures défensives sont des administrateurs qui sont en général moins performants, comme le soulignait Jeffrey MacIntosh :

« Pills tend to be adopted by relatively unprofitable firms, which are most likely to be those with inefficient managers, adding force to the idea that it is inefficient managers who benefit most from the adoption of a pill, and not target shareholders. »¹²⁴

[76]D'autres, comme Comment et Schwert¹²⁵ ont tenté par le passé de démontrer que les mesures défensives à une offre publique d'achat ne réduisaient pas à néant le risque de lancement d'une offre publique d'achat, mais qu'elle favorisait la négociation entre l'initiateur et la cible, et avaient

¹²⁴ MACINTOSH, Jeffrey. «*Poison Pills in Canada : A reply to Dey and Yalden*» 1991 Canadian Business Law Journal Vol 17,323. À la page 325.

¹²⁵ COMMENT, Robert et SCHWERT, G. William. «*Poison or Placebo? Evidence on the Deterrence and wealth effects of modern antitakeover Measures*» 39 Journal Fin. Econ. 3,4 (1995).

donc un effet à la hausse sur la valeur des actions. Nous tenterons d'y voir plus clair en effectuant une revue des principales études sur le sujet.

[77]Les études sur les incidences des régimes de droits de souscription d'actions ont été classées par les auteurs sous deux types : "the event studies" et "the premiums studies". Nous nous pencherons tout d'abord sur les études qui ont examiné les variations des prix des actions tout au long de la mise en place de leur régime de droits de souscription d'actions.

REVUE DES ÉTUDES SUR LA VALEUR DES ACTIONS (Event Studies)

[78]En 1986, Jarrell et Ryngaert ont observé la variation de la valeur des actions de compagnies lorsque ces dernières ont annoncé qu'elles mettaient en place un régime de droits de souscription d'actions. Pour ce faire, ils ont bénéficié d'un échantillon de deux cent quarante-cinq (245) compagnies. Jarrell et Ryngaert en sont venus à la conclusion que la valeur des actions chutait en moyenne de vingt-deux centièmes d'un pour cent (0.22%) dans les deux (2) jours de l'annonce de la mise en place du régime de droits de souscription d'actions par le conseil d'administration, déduction faite de la variation générale de la Bourse durant cette même période. Cependant, après avoir examiné chacune des compagnies faisant partie de ce groupe et en ne retenant que celles qui étaient susceptibles de faire l'objet d'une offre publique d'achat, Jarrell et Ryngaert ont établi que la baisse de la valeur des actions était

plus notable, soit deux et vingt et un centièmes pour cent (2.21%). La même année, l'économiste en chef de la SEC publiait les résultats de sa propre étude sur la valeur des actions de trente-sept (37) compagnies qui avaient mis en place un régime de droits de souscription d'actions. Il est arrivé à des résultats assez significatifs : une baisse moyenne de la valeur des actions d'un et quarante-deux centièmes pour cent (1.42%). Il a également noté que dans le cas où la compagnie pouvait faire l'objet d'une offre publique d'achat, la baisse était plus marquée, soit deux et trente-neuf centièmes pour cent (2.39%) et dans le cas où la mesure était mise en place pour mettre en échec une offre publique d'achat en cours, la baisse était de quatre et six centièmes pour cent (4.06%). Dans une étude réalisée en octobre 1986, il s'est aperçu que dans les cas où l'offre publique d'achat n'était pas complétée en raison du succès de la mesure défensive, les actionnaires pouvaient s'attendre à une baisse de la valeur de leurs actions de l'ordre de dix-sept pour cent (17%) sur une période de six (6) mois.¹²⁶ On peut donc conclure que l'impact de l'adoption d'une pilule empoisonnée est minime, à première vue, sur la valeur des actions, mais qu'il est plus important si la mise en place du régime survient lorsque la compagnie est susceptible de faire l'objet d'une offre publique d'achat, ou qu'elle est déjà en cours. Cependant, Coates, dans son article intitulé «*Takeover defenses in the shadows of the pill : a critique of the scientific evidence*»¹²⁷, est d'avis que les résultats obtenus par ces études sur la valeur des actions suite à des événements

¹²⁶ COHEN, Martin M. «*Poison pill as a negotiating tool*» 1987 CLMBLR 459.

¹²⁷ COATES IV, John C. «*Takeover Defenses in the Shadows of the Pill : a critique of the scientific evidence*» 79 Tex. L Rev. 271.

précis n'offrent pas de résultats valables puisqu'il est impossible de dresser une ligne directrice pour toutes ces études. Il indique également que les résultats obtenus sont si près de zéro qu'il faut en conclure que l'adoption d'un régime de droits de souscription d'actions n'influe pas sur la valeur des actions en cause, ou que s'il y a une variation, elle n'est que temporaire et qu'elle n'est plus palpable après quelques jours. Est-il possible de chiffrer cette baisse de valeur des actions? Les professeurs Choi, Kamma et Weintrop ont tenté l'expérience et sont arrivés à des conclusions assez éloquentes. Sur un échantillon de deux cent soixante-sept (267) compagnies, ils ont conclu que la valeur des actions diminuait de l'ordre de quarante-huit centièmes pour cent (0.48%). Selon eux, cette diminution est significative puisqu'elle représente une somme de deux milliards cent quarante millions de dollars (2 140 000 000\$).¹²⁸ Fait important à noter dans cette étude : les professeurs avaient divisé leur échantillon en deux en fonction du lieu de l'incorporation de la compagnie. Ils ont noté que les firmes incorporées au Delaware étaient les plus touchées par la diminution de la valeur des actions. En effet, ils ont noté que cent trente-trois (133) firmes sur les deux cent soixante-sept (267) étudiées avaient été incorporées au Delaware et que la perte de valeur qui leur était rattachée correspondait à un milliard neuf cent soixante-dix millions de dollars (1 970 000 000\$). Les professeurs Choi, Kamma et Weintrop avancent que c'est en raison du corpus législatif et du traitement réservé aux régimes de

¹²⁸ CHOI, Dosoung, KAMMA, Sreenivas et WEINTROP, Joseph. «*The Delaware Courts, Poison Pills, and Shareholder Wealth*» *Journal of Law, Economics, and Organization* Vol. 5 no. 2 Fall 1989. 375.

droits de souscription d'actions par les tribunaux de cet État que la baisse est si notable. Il est important de se rappeler qu'à l'époque utilisée pour l'échantillonnage, le Delaware n'avait pas mis en place une législation régissant les offres publiques d'achat qui visait à proscrire les offres en deux temps et que les Tribunaux ont affirmé que le régime de droits de souscription d'actions respectait les lois en vigueur et que les administrateurs mettaient en place de telles mesures en respectant leurs obligations envers la compagnie¹²⁹. Dans certains autres États, les législatures ont voté des lois encadrant les offres publiques d'achat. On peut concevoir à partir de cette étude menée par les professeurs Choi, Kamma et Weintrop que les régimes de droits de souscription d'actions ont un effet négatif sur la valeur des actions, sauf si une législation appropriée qui proscriit les offres en deux temps est mise en place. À ce moment, les régimes de droits de souscription d'actions sont beaucoup moins utiles et sont plus souvent annulés par les Tribunaux.

[79] Dans un autre ordre d'idées, Coates rajoute que l'adoption d'une mesure défensive telle un régime de droits de souscription d'actions ne devrait pas influencer sur la valeur de l'action en raison qu'il est facile et rapide pour un conseil d'administration de mettre de côté ou d'abroger le régime de droits de

¹²⁹ CHOI, Dosoung, KAMMA, Sreenivas et WEINTROP, Joseph. «*The Delaware Courts, Poison Pills, and Shareholder Wealth*» *Journal of Law, Economics, and Organization* Vol. 5 no. 2 Fall 1989. 375

souscription d'actions.¹³⁰ John Pound, de l'Université Harvard, n'est cependant pas du même avis. En effet, il s'est aperçu, à travers des études qu'il a effectuées, qu'à chaque fois qu'une mesure défensive à une offre publique d'achat qui ne faisait pas l'unanimité dans l'actionnariat de la compagnie visée était adoptée, la valeur de l'action, déduction faite des fluctuations du marché, chutait en moyenne de six pour cent (6%), et que chaque amendement subséquent entraînait également une baisse de la valeur de l'action¹³¹. Lorsqu'un amendement proposé était défait au vote des actionnaires, Pound a réalisé que la valeur des actions augmentait, après avoir éliminé les variations boursières pour la même période.¹³²

[80]Cependant, la mise en place d'une telle mesure défensive aura un impact plus significatif sur la valeur comptable de la compagnie. En effet, suite aux différents scandales financiers des dernières années et des nombreux régimes de rémunération par options d'achat d'actions, il est maintenant fortement recommandé que les options d'achat d'actions figurent dans un poste du bilan du côté du passif et de l'avoir des actionnaires. Cet ajout dans le bilan aura un impact négatif sur l'avoir des actionnaires ou sur les bénéfices non répartis. Par conséquent, la possibilité que la compagnie déclare un dividende

¹³⁰ COATES IV, John C. « *Takeover Defenses in the Shadows of the Pill : a critique of the scientific evidence* » 79 Tex. L Rev. 271.

¹³¹ POUND, John. « *Shareholder activism and share values : the causes and consequences of counter solicitations against management antitakeover proposals* » Journal of Law & Economics, vol. XXXII (October 1989) 357. à la page 359

¹³² POUND, John. « *Shareholder activism and share values : the causes and consequences of counter solicitations against management antitakeover proposals* » Journal of Law & Economics, vol. XXXII (October 1989) 357. à la page 359.

diminue, tout comme l'intérêt des investisseurs dans l'acquisition des actions visées.

[81]De plus, l'annonce de la mise en place d'un régime de droits de souscription d'actions lance un message aux investisseurs : le conseil d'administration se sent en position de faiblesse et est d'avis que la compagnie fera l'objet d'une offre publique d'achat dans un avenir plus ou moins rapproché. En effet, Malatesta et Walkling ont noté que quinze pour cent (15%) des compagnies qui avaient mis en place un régime de droits de souscription d'actions avaient été la cible d'une offre publique d'achat dans l'année suivant la mise en place de cette mesure défensive, alors qu'en général, cinq pour cent (5%) des compagnies en sont l'objet.¹³³ Coates relate également les résultats obtenus par Datta et Iskandar-Datta à l'effet que la mise en place d'un régime de droits de souscription d'actions n'influe pas sur le prix des actions. Cependant, il rappelle que la mesure défensive aurait un effet négatif sur les détenteurs d'obligations.¹³⁴

¹³³ COATES IV, John C. « *Takeover defences in the Shadow of the Pill : A Critique of the Scientific evidence* » *Tex Law Review*, à la page 292. Nous renvoyons également le lecteur aux résultats complets de l'étude publiés sous MALATESTA, Paul H. et WALKLING, Ralph A. « *Poison Pills Securities : Stockholder Wealth, Profitability and Ownership Structure* » 20 *J. Fin. Econ.* 347 (1988).

¹³⁴ COATES IV, John C. « *Takeover defenses in the Shadow of the Pill : A Critique of the Scientific evidence* » *Tex Law Review*, à la page 306. Nous renvoyons également le lecteur aux résultats complets de l'étude publiés sous DATTA, Sudip et ISKANDAR-DATTA, Mai. « *Takeover defenses and wealth effects on securityholders : The Case of Poison Pills Adoption* » 20. *J. Banking & Fin.*1231 (1996).

[82]Sanjai Bhagat et Roberta Romano ont également effectué une revue des études par événements effectuées au cours des ans et ont conclu que la mise en place d'un régime de droits de souscription d'actions avait une influence négative sur le cours des actions de la compagnie qui votait cette mesure.¹³⁵ En effet, se basant notamment sur l'étude effectuée par Bhagat et Jefferis¹³⁶, ces dernières ont affirmé que les études qui produisaient des résultats non concluants ou qui concluaient à une hausse de la valeur des actions ne prenaient pas en compte la probabilité que la compagnie fasse l'objet d'une offre publique d'achat ou non dans un avenir rapproché.¹³⁷ Ainsi, suite à une réévaluation de certains échantillons et aux études qui prennent en compte la probabilité d'une offre d'achat, Bhagat et Jefferis ont trouvé une influence négative d'environ un pour cent (1%) sur la valeur des actions.¹³⁸

REVUE DES ÉTUDES SUR LES PRIMES PAYÉES

[83]D'autres auteurs sont plutôt d'avis que la meilleure façon de calculer l'effet d'un régime de droits de souscription d'actions se situe lors

¹³⁵ BHAGAT, Sanjai et ROMANO, Roberta. « *Event studies and the Law : Part II : Empirical studies of corporate law* » American Law and Economics Review V4 N2 2002, 380. à la page 396.

¹³⁶ BHAGAT, Sanjai et JEFFERIS, Richard. « *Voting power in the Proxi Process : The Case of Antitakeover Charter Amendments* » 30 Journal of Financial Economics 193-226.

¹³⁷ BHAGAT, Sanjai et ROMANO, Roberta. « *Event studies and the Law : Part II : Empirical studies of corporate law* » American Law and Economics Review V4 N2 2002, 380. à la page 396.

¹³⁸ BHAGAT, Sanjai et ROMANO, Roberta. « *Event studies and the Law : Part II : Empirical studies of corporate law* » American Law and Economics Review V4 N2 2002, 380. à la page 396.

d'une offre publique d'achat.¹³⁹ C'est l'avis principalement de la firme JP Morgan and Co. qui a étudié toutes les acquisitions de plus de cinq cents millions de dollars de compagnies majoritairement américaines entre 1988 et 1995, soit un échantillon de deux cent quarante-cinq (245) compagnies. JP Morgan and Co. a observé que le prix des actions offert lors de l'acquisition était cinquante et un pour cent et quatre dixièmes (51.4%) plus élevé que la valeur en bourse cinq (5) jours avant le lancement de l'offre publique d'achat, comparativement à une hausse de trente-cinq et demi pour cent (35.5%) pour les actions dont les compagnies n'ont pas mis en place un régime de droits de souscription d'actions.¹⁴⁰ Cependant, personne ne peut expliquer si une telle différence provient bel et bien de l'implantation du régime de droits de souscription d'actions. En effet, aucune étude ne s'avance à expliquer comment le régime de droits de souscription d'actions pourrait avoir un tel impact sur les primes. On peut également noter que les initiateurs qui négocient des offres publiques d'achat qualifiées d'amicales paient eux aussi une prime d'environ cinquante pour cent (50%), soit environ la même que celle payée lors d'une offre publique d'achat qualifiée d'hostile par le conseil d'administration qui a mis sur pied un régime de droits de souscription d'actions. On peut dès lors avancer que l'initiateur prend en compte la possibilité que la compagnie visée dans l'offre publique d'achat mette en place

¹³⁹ LIPTON, Martin et Paul K. Rowe. « *Pills, Polls and Professors : A Reply to Professor Gilson* » 27 Del. J. Corp. L.1. à la page 21.

¹⁴⁰ COATES IV, John C. « *Empirical Evidence on Structural Takeover Defenses : Where do we stand?* » 54 U. Miami L. Rev. 783, à la page 794.

une pilule empoisonnée après le lancement de l'offre¹⁴¹. Alors, l'initiateur calcule que le prix unitaire de l'action devrait chuter d'environ quinze à vingt pour cent (15 à 20%) de sa valeur si le régime de droits de souscription d'actions est appliqué et se base sur ce chiffre pour payer une prime d'environ cinquante pour cent (50%) tout de même, ce qui donne une prime d'environ trente pour cent (30%) sur le prix d'avant la mise en place d'un régime de droits de souscription d'actions. Ainsi, ce n'est pas le régime de droits de souscription d'actions qui fait augmenter la valeur de la prime dans l'offre publique d'achat, mais c'est la non adoption d'un tel régime qui pourrait faire diminuer la prime offerte dans l'offre publique d'achat¹⁴², puisque lorsqu'il établit le prix des actions dans son offre publique d'achat, l'initiateur prévoit le pire des scénarios et prend pour acquis que le conseil d'administration va mettre en place un régime de droits de souscription d'actions.¹⁴³

[84] Nous pouvons donc conclure que la valeur des actions diminue légèrement lors de la mise en place d'un régime de droits de souscription d'action¹⁴⁴, mais que cette baisse est souvent compensée lors de l'établissement

¹⁴¹ BEBCHUCK, Lucian Arye, John C Coates IV et Guhan Subramanian. «*The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards*» Stanford Law Review Vol 55 : 885, à la page 906.

¹⁴² KLOCK, Mark. «*Dead-Hands-Poison Catalyst or Strength-Enhancing Megavitamin? An Analysis of the Benefits of Managerial Protection and the Detriments of Judicial Interference*» 2001 Colum. Bus L. Rev. 67. À la page 102.

¹⁴³ COATES IV, John C. «*Takeover Defenses in the Shadow of the Pill : A Critique of the Scientific Evidence*» 79 Tex. L. Rev. 271. À la page 287 et à la page 313.

¹⁴⁴ KLOCK, Mark. «*Dead-Hands-Poison Catalyst or Strength-Enhancing Megavitamin? An Analysis of the Benefits of Managerial Protection and the Detriments of Judicial Interference*» 2001 Colum. Bus L. Rev. 67. À la page 123. CHOI, Dosoung, Sreenivas Kamma et Joseph Weintrop. «*The Delaware Courts, Poison Pills, and Shareholder Wealth*» 1989 Journal of Law, Economics, and Organization. Vol. 2, 375. COHEN, Martin M. «*Poison Pills as a*

de la prime lors du calcul du prix d'achat de l'action. Le principal problème lié au régime de droits de souscription d'actions tire donc son origine sur la question de sa légalité¹⁴⁵, que l'on se base sur les études se penchant sur la variation du prix des actions au cours des événements ou que l'on se base sur les études se penchant sur les primes offertes sur les prix des actions lors du lancement de l'offre publique d'achat.

Negotiating Tool: Seeking a Cease-Fire in the Corporate Takeover Wars» 1987 Colum. Bus. L. Rev. 459. À la page 491. MacIntoch, Jeffrey G. «*The Poison Pill : A Noxious Nostrum for Canadian Shareholders*» Canadian Business Law Journal Vol 15 1989. 276. À la page 283.

¹⁴⁵ OESTERLE, Dale Arthur. «*Delaware's Takeover Statute of Chills, Pills, Standstills, and Who gets iced* » 13 Del. J. Corp L. 879. À la page 920.

LÉGALITÉ DU RÉGIME DE DROITS DE SOUSCRIPTION D' ACTIONS

[85]Après avoir exposé la façon dont les régimes de droits de souscription d'actions sont mis en place et de s'être penchés sur la qualification juridique à donner à cette mesure défensive à une offre publique d'achat, nous nous pencherons sur la légalité de cette mesure en droit québécois et canadien. Pour ce faire, nous nous référerons souvent au corpus jurisprudentiel des Etats-Unis, en raison des relations économiques étroites avec cet état et de l'influence notable de ce pays sur notre législation en matière de droit corporatif et de celui du Royaume-Uni en raison du fait que nos lois et tout le régime constitutionnel du Canada sont fondés sur la Common Law d'Angleterre. De plus, un survol des droits, obligations et devoirs des administrateurs et des actionnaires s'avère utile afin de soupeser toutes les implications légales résultant de la mise en place d'un régime de droits de souscription d'actions, notamment quant à la responsabilité que pourrait encourir les administrateurs suite aux décisions prises à ce sujet.

QUELS SONT LES DROITS DES ACTIONNAIRES?

[86] Dans cette partie, nous nous pencherons sur les droits des actionnaires en droit canadien, et plus précisément du droit à l'égalité de traitement entre les actionnaires. Ce droit à l'égalité tire sa source notamment aux paragraphes 3 et 4 de l'article 24 de la *Loi canadienne sur les Sociétés par Actions* qui est en quelque sorte la codification de la jurisprudence.¹⁴⁶ Nous croyons nécessaire de reproduire ci-après ces deux paragraphes :

« 3) Tous les détenteurs d'actions d'une société, dont le capital social est formé d'une seule catégorie d'actions, détiennent des droits égaux incluant ceux :

- a) de voter à toute assemblée;
- b) de recevoir tout dividende déclaré par la société;
- c) de se partager le reliquat des biens lors de la dissolution de la société. »¹⁴⁷

« (4) Les statuts peuvent prévoir plusieurs catégories d'actions, auquel cas :

- a) les droits, privilèges, conditions et restrictions qui se rattachent aux actions de chaque catégorie doivent y être énoncés;
- b) chacun des droits énoncés au paragraphe (3) doit se rattacher à au moins une catégorie d'actions, mais tous ces droits n'ont pas à être rattachés à une seule catégorie. »¹⁴⁸

[87] Comme nous le constatons, les droits sont reliés aux actions : droit de recevoir des dividendes, droit de voter et droit au partage du reliquat des biens lors de la dissolution de la compagnie. Il en découle également que dans une catégorie spécifique, chacune des actions détient les mêmes droits, d'où le

¹⁴⁶ Voir notamment *Mcclurg c. Canada* [1990] 3 R.C.S. 1020.

¹⁴⁷ *Loi canadienne sur les Sociétés par Actions*. L.R.C. ch. C-44. Article 24, paragraphe 3.

¹⁴⁸ *Loi canadienne sur les Sociétés par Actions*. L.R.C. ch. C-44. Article 24, paragraphe 4.

principe d'égalité de traitement entre les actions. Ainsi, il est illégal de tenter de privilégier un actionnaire au détriment d'un autre si les deux actionnaires détiennent des actions d'une même catégorie¹⁴⁹. En effet, la jurisprudence a depuis longtemps consacré le principe que les droits des actionnaires étaient plutôt rattachés aux actions que ces derniers détiennent. L'honorable juge Dickson dans l'affaire *Mcclurg c. Canada* écrivait :

« [...] l'actionnaire est quand même protégé en raison de la règle de common law selon laquelle les droits de l'actionnaire doivent se rattacher à l'action elle-même et non à l'individu. »¹⁵⁰

[88] Cette règle tire son origine de la décision *Birch c. Cropper*, alors que Lord McNaghten écrivait :

« [i]t is through their shares in the capital, and through their shares alone, that members of a company limited by shares become entitled to participate in the property of the company. »¹⁵¹

[89] Néanmoins, nous nous devons de rappeler que le principe de l'égalité des droits des actionnaires doit être examiné sous l'angle d'actionnaires détenant le même nombre d'actions, et non en relation avec d'autres actionnaires détenant un nombre moindre d'actions. En effet, un

¹⁴⁹ LOUNGNARATH, JR, Vilaysoun. « *L'acquisition des actions majoritaires des sociétés anonymes par offre publique d'achat ou par achat en bourse* » dans *Rapports canadiens au congrès international de droit comparé*, Athènes, 1994. Les Éditions Yvon Blais Inc, Cowansville, 1995. p. 464.

¹⁵⁰ *Mcclurg c. Canada* [1990] 3 R.C.S. 1020.

¹⁵¹ *Birch c. Cropper*. [1889] 14 AC 525 (HL)

actionnaire détenant un plus grand nombre d'actions aura un plus grand pouvoir de décision, mais ce pouvoir est strictement relié au nombre d'actions détenues et non à une différence dans les droits dévolus à chacune des actions. À cet effet, nous croyons utile de citer Lord Fitzgerald dans l'affaire *Birch c. Cropper* précitée :

« The only equitable principle to be acted on in this case is that of equality... and every shareholder should receive in respect of his shares an equal proportion of this surplus. »¹⁵²

[90]Cela dit, comme toute règle générale, le principe d'égalité des droits des actionnaires et de non-discrimination entre ceux-ci comporte également son lot d'exception. Ainsi, les fondateurs peuvent en partie se soustraire à cette règle en créant différentes catégories d'actions, tel que le permet le paragraphe 4 de l'article 24 de la *Loi canadienne sur les Sociétés par Actions* qui édicte :

« (4) Les statuts peuvent prévoir plusieurs catégories d'actions, auquel cas :

- a) les droits, privilèges, conditions et restrictions qui se rattachent aux actions de chaque catégorie doivent y être énoncés;
- b) chacun des droits énoncés au paragraphe (3) doit se rattacher à au moins une catégorie d'actions, mais tous ces droits n'ont pas à être rattachés à une seule catégorie. »¹⁵³

[91]Les administrateurs, avec l'approbation d'une majorité spéciale des actionnaires, peuvent modifier le capital-actions de la compagnie ou de la

¹⁵² *Birch c. Cropper*. [1889] 14 AC 525 (HL) à la page 542.

¹⁵³ *Loi canadienne sur les Sociétés par Actions*. L.R.C. ch. C-44 Article 24, paragraphe 4.

société en suivant des règles très strictes et ainsi émettre des actions d'une nouvelle catégorie.¹⁵⁴ Cependant, et c'est là où la règle prend toute son importance, les droits spécifiques à une catégorie d'actions doivent être dévolus à chacune des actions de cette catégorie.¹⁵⁵ Dans l'affaire *Mcclurg* précitée, l'Honorable Juge Dickson écrivait que la seule façon de passer outre au principe d'égalité de traitement entre les actionnaires de manière totalement légale était de créer différentes catégories d'actions :

« In my view, a precondition to the derogation from the presumption of equality, both with respect to entitlement to dividends and other shareholder entitlements, is the division of share into different classes [...] The concept of share classes is not technical in nature, but rather is simply the accepted means by which differential treatment of shares is recognized in the Articles of Incorporation of a company. »¹⁵⁶

[92]À première vue, la mise en place d'un régime de droits de souscription d'actions en spécifiant que le détenteur d'une action se verra remettre un droit de souscription d'action qu'il pourra lever si une offre publique d'achat est lancée et s'il n'est pas l'initiateur de l'offre publique d'achat ou une personne appartenant au même groupe que celui-ci est illégale et vient à l'encontre du principe d'égalité de traitement des actionnaires. En effet, en mettant en œuvre un régime de droits de souscription d'actions, on vient briser ce principe de l'égalité de traitement des actionnaires puisque certains

¹⁵⁴ *Loi canadienne sur les Sociétés par Actions*. L.R.C. ch. C-44 Articles 173 et 176.

¹⁵⁵ *Loi canadienne sur les Sociétés par Actions*. L.R.C. ch. C-44 Article 24, paragraphe 4.

¹⁵⁶ *Mc Clurg c. Canada*. [1990] 3 SCR 1026

actionnaires se verront refuser le droit d'acquérir ces nouvelles actions à prix réduit en raison du fait qu'ils tentent de prendre le contrôle de la compagnie.¹⁵⁷ Les actions ainsi détenues par l'initiateur ou une personne de son groupe, au sens de la *Loi sur les Valeurs mobilières* du Québec, détiendront moins de droits qui peuvent être exercés que celles qui sont détenues par une tierce personne, et ce, malgré le fait que toutes deux soient des actions d'une seule et unique catégorie¹⁵⁸. Nous sommes d'avis que cette différence de traitement est à première vue illégale, puisque lorsque le régime de droits de souscription d'actions est en vigueur et que les actionnaires peuvent s'en prévaloir, ce ne sont pas tous les actionnaires qui peuvent le faire. Nous devons alors vérifier qui est détenteur des actions avant d'émettre de nouvelles actions en application de la levée par l'actionnaire du droit de souscription d'actions.

[93] Certains plaideront que cette discrimination n'est pas basée en elle-même sur les actions, puisque lors d'un transfert de ces actions de l'initiateur ou d'une personne de son groupe vers une personne non liée, le droit de souscription d'action est toujours rattaché à l'action et le nouveau détenteur de l'action peut toujours lever le droit de souscription d'actions et se voir émettre

¹⁵⁷ Dans l'affaire *Klaus v. Hi-Shear Corp.*, répertoriée à 528 F.2d 225 (9th Cir.1975), le tribunal a décidé que le fait d'émettre des actions à certains des actionnaires minoritaires pour contrer un actionnaire qui tente de prendre le contrôle d'une compagnie était illégal en raison du fait que cette manœuvre constituait une discrimination illégale entre des actionnaires. Voir à cet effet : BROWN, Richard C. «*The Role of the Courts in Hostile Takeovers*» 93 Dick. L. Rev. 195. À la page 215.

¹⁵⁸ LOUNGNARATH, JR, Vilaysoun. «*L'acquisition des actions majoritaires des sociétés anonymes par offre publique d'achat ou par achat en bourse*» dans *Rapports canadiens au congrès international de droit comparé*, Athènes, 1994. Les Éditions Yvon Blais Inc, Cowansville, 1995. p. 464.

une action, si toutes les autres conditions ont été respectées. Cependant, ce ne sont pas tous les régimes de droits de souscription d'actions prévoient le transfert du dit droit découlant du régime de droits de souscription d'actions.

En effet, Julian Velasco notait :

« Poison pill rights become permanently altered when a triggering event occurs. The rights of the acquirer become void, not merely non-exercisable in its hands. The acquirer cannot even sell his rights to others who could exercise them because the rights become non transferable. Thus, it is difficult to see how the poison pill can be characterized as discrimination merely among shareholders and not among shares.»¹⁵⁹

[94]D'autres¹⁶⁰ interprètent que l'égalité entre les actions ne s'étend qu'aux droits fondamentaux des actions, soit le droit de vote, le droit au reliquat des biens lors de la liquidation et le droit au dividende. En ce qui a trait aux autres droits qui pourraient leur être consentis, ceux-ci pourraient ne pas être identiques d'une action à l'autre.

[95]Nous ne pouvons joindre notre voix à ces écoles de pensée. En effet, nous croyons fermement que le fait de limiter le droit de souscrire à des actions à un prix moindre lors d'une offre publique d'achat doit être considéré comme un acte discriminatoire au même titre qu'une modification temporaire

¹⁵⁹ VELASCO, Julian. «*The enduring illegitimacy of the poison pill*» 27 J. Corp. L. 381. À la page 406.

¹⁶⁰ Nous pensons immédiatement à Robert Yalden et Peter Dey. DEY, Peter et Richard Yalden. «*Keeping the Playing Field Level : Poison Pills and Directors' Fiduciary Duties in Canadian Take-Over Law*» 1990 Canadian Business Law Journal Vol 17 :252

du dividende à verser et ne s'appliquant qu'à certaines actions d'une catégorie¹⁶¹. Une telle renonciation implicite à certains droits, pour être opposable à tous, devrait à tout le moins être contenue dans une convention unanime des actionnaires, sinon l'opposabilité d'une telle mesure ne pourrait pas être confirmée par un tribunal¹⁶². En effet, le conseil d'administration ne pourrait prouver quelque accord de volonté ou quelque consentement d'un actionnaire à la mise en place d'un régime de droits de souscription d'actions. Faire entériner la décision par une assemblée spéciale des actionnaires serait un bon départ, mais, comme nous le verrons dans la dernière partie, ce ne sera pas suffisant en raison de la possibilité d'invoquer l'oppression. Dans l'affaire *Wunderlich Brothers*, l'Honorable Juge Martin écrivait :

« ... in the case of shareholders of a company where a dividend has been declared, all holders of the same class are entitled to participate on the basis of the number of shares held without regard to the amount paid thereon unless due provision is made to the contrary. »¹⁶³

[96] Julian Velasco, dans son article intitulé «*The enduring illegitimacy of the Poison Pill*», écrivait :

¹⁶¹ Julian Velasco, dans son article intitulé «*The enduring illegitimacy of the Poison Pill*», publié sous 27, J. Corp. L. 381, à la page 382, indiquait : "These discriminatory rights would severely dilute the hostile bidder's interest in the target company."

¹⁶² En vertu de l'article 123.93 de la *Loi sur les Compagnies*, « une personne qui devient actionnaire alors qu'une convention unanime des actionnaires est en vigueur est réputée être partie à cette convention »

¹⁶³ *Wunderlich Brothers c. Northwestern Mutual Fire Assn.* [1936] WWR 297. À la page 303.

«The flip-in pill and back-end pill are most susceptible to the criticism that they impermissibly discriminate among shares of the same class by granting meaningful rights to some shareholders and meaningless rights to others. This is problematic because, while most state corporation laws permit shares of different classes to have different rights, they forbid, either explicitly or implicitly, discrimination among shares of the same class. Most courts that have struck down the poison pill have done so on this ground.»¹⁶⁴

[97]Au surplus, le fait d'émettre des actions conformément à un régime de droits de souscription d'actions en tant que mesure défensive à une offre publique d'achat équivaut à permettre à un conseil d'administration de faire indirectement ce qu'il ne peut pas faire directement, c'est à dire de verser un dividende en actions à certains actionnaires, comme le note Robert Brown Jr. dans «*Discrimination, Managerial Discretion and the Corporate Contract*» :

« First, a rights plan can accomplish exactly what equal treatment prohibits. Once triggered, a rights plan has essentially the same effect as a stock dividend. A company could simply issue a smaller number of shares to non-excluded holders, immediately diluting the triggering shareholder's interests. »¹⁶⁵

[98]Nous soutenons que cette discrimination vient à l'encontre des enseignements de l'affaire *Mcclurg* alors que l'honorable Dickson écrivait :

¹⁶⁴ VELASCO, Julian. «*The enduring illegitimacy of the poison pill*» 27 J. Corp.L. 381, à la page 403.

¹⁶⁵ BROWN, Robert Jr. «*Discrimination, Managerial Discretion and the Corporate Contract*» 26 Wake Forest L. Rev. 541, à la page 576.

« Permettre une distinction fondée sur l'identité des personnes qui possèdent les actions, c'est ne pas tenir compte de la séparation qui est censée exister entre la société et ses actionnaires. »¹⁶⁶

[99]De plus, à titre d'exemple, il a été décidé dans l'affaire *West-Point Pepperell* qu'un régime de droits de souscription d'actions était jugé discriminatoire du fait que toute personne détenant plus de dix pour cent (10%) des actions de la compagnie ne pouvait lever ses options de souscription d'actions. L'honorable juge Tidwell écrivait alors :

« After examining the statutes involved and considering the available precedent on both sides of the issue, the court finds no authority in either the state law of West Point's Articles of Incorporation which authorise the provisions of the Rights Plan here at issue. The court further finds that the flip-in and exchange provisions operate discrimination among shareholders of the same class or series. Under either plan the voting rights and the equity position of an Acquiring Person are diluted upon a triggering event. This discriminatory dilution is prohibited by O.C.G.A. ss. 14-2-80 (a). »¹⁶⁷

[100]Nous devons tout d'abord noter que la *Loi sur les Valeurs mobilières* établit une exception à la règle de l'égalité des actionnaires puisqu'il est impossible pour un initiateur d'acquérir des actions à un prix moindre que celui établi dans la note d'information, à quelques exceptions près, tel que le prescrit l'article 141 de la *Loi sur les Valeurs mobilières* :

¹⁶⁶ *Mcclurg c. Canada* [1990] 3 R.C.S. 1020.

¹⁶⁷ *West-Point Pepperell Inc. c. Farley inc et als.* 711 F Supp. 1088, à la page 6.

« À compter de l'annonce de l'offre jusqu'à sa clôture, l'initiateur et ses alliés ne peuvent acquérir de titres qui augmentent leur participation que selon les termes de l'offre; ils ne peuvent non plus accepter d'engagements qui leur permettraient d'augmenter leur participation à des conditions différentes à celles de l'offre. »¹⁶⁸

[101] Mais est-ce que l'exception contenue à l'article 141 de la *Loi sur les Valeurs mobilières* du Québec est suffisamment spécifique pour ne pas permettre à l'initiateur de se prévaloir de ses droits de souscription d'actions dans le cas de la mise en application d'un régime de droits de souscription d'actions? Nous en doutons grandement. En effet, il est stipulé qu'un initiateur a le droit de se prévaloir des droits accordés par un régime d'options d'acquisition d'actions au prix initialement fixé, et ce, même si le prix établi dans la note d'information est plus élevé. De plus, l'article 112 de la *Loi sur les Valeurs mobilières* du Québec indique que les titres convertibles ou permettant l'acquisition d'actions de la compagnie visée par l'offre publique d'achat doivent être calculés lors de l'établissement de la participation de l'initiateur. Ainsi cet article présuppose que l'initiateur lèvera tous les titres convertibles qu'il détient, afin de diminuer le coût de son offre publique d'achat. Alors il est inconcevable que l'initiateur ne puisse lever ses options d'achat d'actions, alors que lors de l'établissement de sa participation on inclut ces titres comme étant sous son contrôle, d'autant plus que l'intention pour l'initiateur est de s'assurer que sa participation ne sera pas diluée par l'application d'un régime de droits de souscription d'actions.

¹⁶⁸ *Loi sur les Valeurs mobilières*, art 141.

[102] Nous sommes conscients que l'initiateur pourrait invoquer cette exception à la règle du prix minimum fixé dans la note d'information, puisque la loi permet à l'initiateur de lever ses options d'achat qui lui ont été octroyés indépendamment de l'offre publique d'achat. Ainsi, pour que l'initiateur ne puisse se prévaloir de cette exception contenue à la *Loi sur les Valeurs mobilières* du Québec, il faudrait que le régime de droit de souscription d'actions soit mis en place après la lancée de l'offre publique d'achat. Or, comme nous le verrons plus loin, les autorités compétentes en matière de valeurs mobilières ont une meilleure propension à invalider les régimes de droits de souscription d'actions mis en place après la lancée de l'offre publique d'achat.

[103] Par conséquent, nous sommes de retour à la case départ : Est-il possible de restreindre le droit d'acquérir des actions émises en vertu d'un régime de droits de souscription, et ce, en toute légalité? Nous sommes d'avis que l'on doit répondre à cette question par la négative. En effet, l'efficacité et la base mêmes du régime de droits de souscription d'actions en tant que mesure défensive à une offre publique d'achat résident dans le fait que la participation de l'initiateur se voit diluée suite à l'acquisition d'un nombre important d'actions par les autres actionnaires¹⁶⁹. En effet, si l'initiateur avait le droit de

¹⁶⁹ Dans l'affaire *United Grain Growers Ltd c. 3339351 Canada inc.*, répertoriée à [1997] M. J. No 111., les parties évaluaient que la dilution faisait passer l'équité de l'offrant de vingt-cinq

se prévaloir du régime de droits de souscription d'actions, il lui serait sûrement plus aisé et moins coûteux de parvenir à ses fins, c'est-à-dire de prendre le contrôle de la compagnie visée. En effet, dans le cas où l'initiateur n'a pas le droit d'acquérir d'actions, le nombre d'actions à acquérir pour atteindre son but sera augmenté, et la prime par action sera plus importante en raison de la dilution de la valeur de l'action. Dans le cas où l'initiateur peut acquérir des actions émises en conformité du régime de droits de souscription d'actions, ce dernier se pressera d'acquérir le maximum d'actions à un prix moindre, ce qui aura pour effet de consolider sa participation dans la compagnie. Advenant le cas où certains actionnaires n'ont pas les ressources nécessaires ou refusent pour quelque raison que ce soit d'acquérir ces actions, la participation de l'initiateur dans la société augmentera, et le coût de l'offre publique d'achat sera moins imposant, puisque le nombre d'actions à acquérir pour atteindre le but fixé aura diminué, tel que le démontre les tableaux suivants :

millions de dollars à environ douze millions de dollars, et le pourcentage de détention d'actions de quatorze pour cent et quatre-vingt-dix-huit centièmes à un pour cent et quatre-vingt-quinze centièmes.

Hypothèse 1 : OPA sans Régime de droits de souscription d'actions

Actionnaire	Nombre d'actions avant OPA	Nombre d'actions acquises par l'entremise de la poison pill	Nombre d'actions à acquérir	Coût
Initiateur	20	0	50	750
Autres	80	0	0	

Hypothèse 2 : Régime de droits de souscription d'actions discriminatoire

Valeur unitaire de l'action avant OPA: 10.00\$

OPA 50% à 15.00\$/action

Actionnaire	Nombre d'actions avant OPA	Nombre d'Actions acquises par l'entremise du régime de droits de souscription d'actions	Nombre d'Actions à acquérir	Coût
Initiateur	20	0	70	1050.00
Autres	80	80	0	

Hypothèse 3 : OPA avec Régime de droits de souscription d'actions
non discriminatoire

Actionnaire	Nombre d'actions avant OPA	Nombre d'actions acquises par l'entremise de la poison pill	Nombre d'actions à acquérir	Coût
Initiateur	20	20	60	900.00
Autres	80	80	0	

Hypothèse 4 : OPA avec Régime de droits de souscription d'actions
non discriminatoire - II

Actionnaire	Nombre d'actions avant OPA	Nombre d'Actions acquises par l'entremise de la poison pill	Nombre d'Actions à acquérir	Coût
Initiateur	20	20	40	600.00
Autres	80	40	0	

[104]Ainsi, comme il ressort clairement des tableaux ci-dessus, le régime de droits de souscription d'actions en tant que mesure défensive à une offre publique d'achat tire son efficacité du fait que l'initiateur et les personnes

qui lui sont liées ne peuvent en bénéficier, d'où son caractère discriminatoire, comme le soutiennent de nombreux auteurs¹⁷⁰, notamment Stephen Wishart dans son article intitulé «*Are Poison Pills Illegal?*» :

« All poison pills are discriminatory amongst shareholders of the same class. By their very nature, flip-in and flip-over provisions cannot include the acquirer. If pills were not discriminatory they would not achieve their purpose. If the acquiring shareholder was allowed to exercise the same rights as non-acquiring shareholders, there would be no poison in the pill. »¹⁷¹

[105]Or, pour qu'un régime de droits de souscription d'actions soit validé par les tribunaux, il faudrait que ce soit l'initiateur lui-même qui se place dans la situation de discriminé et ce, en pleine connaissance de cause, alors qu'il ne pourrait pas invoquer cette discrimination illégale, puisqu'il aurait en quelque sorte acquiescé à cette discrimination. Par conséquent, nous sommes enclins à considérer qu'un tribunal pourrait refuser d'intervenir et de déclarer illégal et ultra vires un régime de droits de souscription d'actions qui aurait été mis en place avant la lancée de l'offre publique d'achat. En effet, l'initiateur pouvait prévoir que son offre risquait très probablement d'être qualifiée de non autorisée par le conseil d'administration et en conséquence établir un prix qui tenait compte de cette variable. Par conséquent, comme les tribunaux l'ont fait

¹⁷⁰ Notamment, Julian Velasco dans son article intitulé « *The enduring illegitimacy of the Poison Pill* », publié sous 27 J Corp L 381, à la page 382.

¹⁷¹ WISHART, Stephen. « *Are Poison Pills Illegal?* », Canadian Business Law Journal [vol 30] 1998. 105. à la page 110.

dans l'affaire *PrimeWest Energy Trust v. Montreal Trust Company of Canada*, le régime de droits de souscription d'actions est demeuré en application.¹⁷²

[106]De plus, dans le cas où le caractère discriminatoire du régime de droits de souscription d'actions était invalidé par les Tribunaux et en raison du fait que ce ne sont pas tous les petits actionnaires qui peuvent se prévaloir des droits reliés au régime de droits de souscription d'actions, la probabilité de réussite de l'offre publique d'achat sera grandement augmentée, comme le démontre l'hypothèse numéro 4 ci-haut démontrée.

[107]Certains auteurs, notamment Peter Dey et Richard Yalden, sont d'avis que le régime de droits de souscription d'actions est une mesure remédiatrice aux lacunes des lois régissant le droit corporatif et les valeurs mobilières en ce que les administrateurs seraient les mieux placés pour répondre rapidement aux changements du monde des affaires et ainsi protéger adéquatement les intérêts des actionnaires.¹⁷³ En effet, en raison du caractère quelque peu rigide de la *Loi sur les Valeurs mobilières*, notamment en matière de délais, il se peut fortement que les administrateurs ne puissent remplir adéquatement leur devoir de conseil envers les actionnaires sous-tendant ladite loi, et maximiser la valeur des actions. Ainsi Dey et Yalden constatent que les

¹⁷² *Prime West Energy Trust v. Montreal Trust company of Canada*. January 8th, 1999. Calgary 9801-17656 and 9801-17657. Alberta Queen's Bench.

¹⁷³ DEY, Peter et Richard Yalden. «*Keeping the Playing Field Level : Poison Pills and Directors' Fiduciary Duties in Canadian Take-Over Law*» 1990 Canadian Business Law Journal Vol 17 :252

mesures défensives à une offre publique d'achat, notamment les régimes de droits de souscription d'actions, permettent aux administrateurs de « gagner du temps » afin de respecter leurs obligations de conseil et de maximisation de valeur. En effet, compte tenu des nombreux obstacles que pourraient faire face certains contre-offrants, notamment pour trouver le financement adéquat, ou dans le cas d'investisseurs étrangers, le respect des diverses lois canadiennes, le délai prévu par la législation qui est de trente-cinq jours est très court.¹⁷⁴

[108] De plus, après une revue des décisions rendues par les tribunaux administratifs en valeurs mobilières, on dénote que ceux-ci sont très réticents à invalider un régime de droits de souscription d'actions. Mais pourquoi? Tout d'abord, tel qu'il en est fait mention à plusieurs reprises dans *l'Avis 62-202*, les autorités en matière de valeurs mobilières visent à protéger les intérêts des actionnaires et elles n'interviendront que dans les cas où la mesure défensive tendra à mettre en péril le droit de l'actionnaire de se pencher sur l'offre d'achat soumise.¹⁷⁵ En effet, le droit de l'actionnaire de disposer de ses actions comme il l'entend, sans prendre en compte les intérêts des autres actionnaires est l'un

¹⁷⁴ DEY, Peter et Richard Yalden. «*Keeping the Playing Field Level : Poison Pills and Directors' Fiduciary Duties in Canadian Take-Over Law*» 1990 Canadian Business Law Journal Vol 17 :252. À la page 266.

¹⁷⁵ STRINE, Leo E. Jr. «*The professorial bear hug : The ESB Proposal as a Conscious Effort to Make the Delaware Courts Confront the Basic 'Just Say No' Question*» Stanford Law Review. Dec. 2002 Vol 55, 863 à la page 871. Voir également *Alberta Ltd c. Producers Pipelines Inc.* [1991] 4 W.W.R. 577 à la page 578, alors que le juge Sherstobitoff écrit : «*Defensive measures should not deny the shareholders the ability to make a decision.* »

des principes fondamentaux du droit corporatif canadien.¹⁷⁶ De plus, les tribunaux spécialisés ont mandat d'interpréter et d'appliquer la *Loi sur les Valeurs mobilières* et non pas les lois qui permettent l'incorporation des compagnies ou des sociétés, soit la *Loi sur les Compagnies* et la *Loi canadienne sur les Sociétés par Actions*.

[109]Ainsi, les autorités en valeurs mobilières axent leurs décisions sur la protection des actionnaires et des droits qui leurs sont conférés par la *Loi sur les Valeurs mobilières*.

[110]De plus, les autorités en valeurs mobilières considèrent que les intérêts des actionnaires sont davantage protégés dans le cas où plusieurs offres d'achat sont déposées dans un même laps de temps pour une même société visée. Alors, les surenchères seront faites sans entrave quelconque. Dans l'éventualité où une seule offre d'achat est lancée, il se pourrait que la direction de la société visée utilise le régime de droits de souscription d'actions afin de lancer cette surenchère¹⁷⁷ et utiliser ce régime de droits de souscription d'actions comme monnaie d'échange. Ainsi, la position adoptée par les

¹⁷⁶ LOUNGNARATH, JR, Vilaysoun. « *L'acquisition des actions majoritaires des sociétés anonymes par offre publique d'achat ou par achat en bourse* » dans *Rapports canadiens au congrès international de droit comparé*, Athènes, 1994. Les Éditions Yvon Blais Inc, Cowansville, 1995. p. 447.

¹⁷⁷ STRINE, Leo E. Jr. « *The professorial bear hug : The ESB Proposal as a Conscious Effort to Make the Delaware Courts Confront the Basic 'Just Say No' Question* » *Stanford Law Review*. Dec. 2002 Vol 55, 863 à la page 871.

autorités en matière de valeurs mobilières consiste à laisser jouer les forces du marché le plus possible, en y créant le moins d'entrave possible.

[111]Pour conclure, nous sommes d'avis que le régime de droits de souscription d'actions est discriminatoire envers certains actionnaires et ne respecte pas les diverses lois corporatives, telles la *Loi canadienne sur les Sociétés par Actions* et la *Loi sur les Compagnies* du Québec. Par conséquent, cette mesure défensive à une offre publique d'achat est illégale et ne devrait pas être cautionnée par les tribunaux québécois ou canadiens.

[112]Néanmoins, nous croyons utile de poursuivre notre réflexion sur le sujet en examinant la question de la légalité des actes posés par les administrateurs lors de la mise en place et en application d'un régime de droits de souscription d'actions.

QUELS SONT LES DEVOIRS ET OBLIGATIONS DES ADMINISTRATEURS?

[113] Nous avons vu ci-haut qu'il était difficile, mais possible de mettre en place des régimes de droits de souscription d'actions en respectant la lettre de la Loi. Mais ce faisant, est-ce que les administrateurs de la compagnie respectent l'esprit de la Loi, ainsi que leurs obligations légales qui leur sont conférées en leur qualité d'administrateurs de la compagnie? Nous nous pencherons dans le présent chapitre sur la manière dont les Cours ont interprété les obligations légales du conseil d'administration dans le cadre d'une offre publique d'achat, et notamment lorsqu'un régime de droits de souscription d'actions est mis en place.

[114] Le Juge Sherstobitoff, dans l'affaire *347883 Alberta Ltd*, résume en ces mots quels sont les principaux critères qui servent à établir si la conduite des administrateurs est questionnable :

« The directors must exercise their powers in accordance with their overriding duty of act in bona fide and in the best interests of the corporation even though they may find themselves in a conflict of interests situation. The onus will be on them to show that their acts were reasonable in relation to the threat posed and were directed to the benefit of the corporation and its shareholders as a whole, and not for an improper purpose, such as to entrench director control. Defensive tactics that result in a deprivation of a shareholder's

ability to respond to a takeover bid or to a competing bid are unacceptable.»¹⁷⁸

[115]Richard A Shaw, dans son article intitulé «*Hostile Takeover Bids : Defensive Strategies*», résume quels sont les devoirs et obligations de chacun des membres du conseil d'administration d'une compagnie visée par une offre publique d'achat :

« Based on case law and regulatory decisions, the board's duties in responding to a hostile takeover bid may be summarized as follows :

- (1) Exercise their fiduciary duty – directors must exercise their fiduciary duty in the interest of the corporation and its shareholders as a whole;
- (2) Have reasonable grounds for their actions – directors must have reasonable grounds on which to base their actions in responding to the bid (i.e., they must meet their duty of care). Such grounds are established by satisfying the following tests (The “Unocal Test”):
 - a. In good faith, the board perceived a threat to the Corporation;
 - b. The board acted after proper investigation;
 - c. The defence to the takeover is proportional to the threat posed;
- (3) Obtain maximum value for shareholders – the directors should obtain the maximum value for shareholders under the circumstances; and
- (4) Shareholders to make the final decision – the directors must allow shareholders to make the final decision as to whether or not accept a particular bid or to make a choice between two or more competing bids or alternative transactions.”¹⁷⁹

¹⁷⁸ 347883 *Alberta Ltd c. Producers Pipelines Inc.* [1991] 4 W.W.R. 577 à la page 578.

¹⁷⁹ SHAW, Richard A. « *Hostile Takeover Bids : Defensive Strategies* » (1999) 38 *Alta L. Rev.* (No 1) 111-142, au paragraphe 17.

[116] Dans un premier temps, il est de mise de traiter de la doctrine de la finalité des pouvoirs, laquelle est utilisée dans le but de vérifier si les gestes posés par les administrateurs contreviennent à leurs obligations légales, c'est-à-dire que les gestes posés se situent à l'intérieur du mandat octroyé.

[117] Dans un deuxième temps, nous traiterons de l'obligation de loyauté des administrateurs envers la compagnie. Pour ce faire, nous effectuerons notamment une revue de la jurisprudence qui a façonné l'obligation de loyauté telle que nous la connaissons présentement, avant de discuter de l'incidence de la jurisprudence américaine, de l'arrêt *Peoples*¹⁸⁰ rendu par la Cour suprême du Canada et de l'arrêt tout récent de la Cour d'appel du Québec dans l'affaire *BCE*¹⁸¹, sur cette obligation de loyauté dans le cadre de la mise en place d'un régime de droits de souscription d'actions. En effet, les administrateurs, en raison du fait que l'offre publique d'achat non sollicitée constitue en quelque sorte un désaveu du Conseil d'administration alors en place, pourraient être tentés de non seulement justifier leur administration passée, mais de passer à l'attaque et d'user de tactiques plus ou moins légitimes pour s'assurer que leur vision de la compagnie demeure et que l'offre publique soit retirée.

¹⁸⁰ *Magasins à rayons Peoples inc. (Syndic de) c. Wise* [2004] 3 R.C.S. 461.

¹⁸¹ *BCE inc. (arrangement relatif à)* 2008 QCCA 935, jugement ayant été réformé par la Cour Suprême du Canada en juin 2008, motifs à suivre.

[118] Dans un autre ordre d'idées, nous verrons que de nouveaux devoirs et obligations sont attribués aux administrateurs de compagnies. En effet, ceux-ci demeurent régis par leurs lois constitutives respectives, mais également par la *Loi sur les Valeurs mobilières* du Québec, laquelle, dans le cadre d'une offre publique d'achat, exige des administrateurs qu'ils conseillent les actionnaires dans leur prise de décision d'accepter ou non l'offre d'achat qui leur est faite pour les actions et ou titres qu'ils détiennent.

[119] Cette obligation de conseiller adéquatement les actionnaires transcende la *Loi sur les Valeurs mobilières* du Québec et impose un devoir d'information rigoureux envers les actionnaires par les administrateurs. Dans le cadre du processus d'offre publique d'achat, cette obligation est encadrée par les articles 134 à 140 de la *Loi sur les Valeurs mobilières* du Québec, lesquels prescrivent que le conseil d'administration doit faire parvenir une circulaire d'information à tous les actionnaires, expliquant leur position face à l'offre publique d'achat lancée, et ce, dans un délai très court, comme nous l'avons vu précédemment.

La doctrine de la finalité des pouvoirs.

[120] Les diverses lois constitutives et le *Code civil du Québec* encadrent les larges pouvoirs dévolus au conseil d'administration des compagnies. Au

Québec, le *Code civil du Québec* stipule que les administrateurs des personnes morales sont considérés comme étant les mandataires de celles-ci.¹⁸² De plus, à l'article 322 du *Code civil du Québec*, on y énonce des paramètres pour encadrer la prise de décision des administrateurs :

« L'administrateur doit agir avec prudence et diligence.

Il doit aussi agir avec honnêteté et loyauté dans l'intérêt de la personne morale. »¹⁸³

[123] Ceci implique dans un premier temps de vérifier si l'administrateur pose les gestes qu'il pose à l'intérieur du mandat qui lui est donné, à savoir, qu'il respecte les pouvoirs qui lui sont conférés par la Loi, les statuts, les règlements de la Compagnie, par une convention unanime des actionnaires ou par les actionnaires réunis en assemblée générale, ce que nous appelons le critère de la finalité des pouvoirs. Ainsi, les tribunaux doivent vérifier deux éléments pour valider les actes posés par les administrateurs. Tout d'abord, ils doivent vérifier quel est la finalité du pouvoir octroyé à l'administrateur et ensuite, ils doivent vérifier si le but visé par l'exercice du pouvoir correspond à la finalité du pouvoir.¹⁸⁴ En d'autres termes, il faut vérifier si les gestes posés par les administrateurs confirment les raisons invoquées pour poser tels gestes et si ces raisons sont justifiables légalement. Par exemple, dans le cas où un

¹⁸² *Code civil du Québec*, article 321.

¹⁸³ *Code civil du Québec*, article 322.

¹⁸⁴ LOUNGNARATH, JR, Vilaysoun. « *L'acquisition des actions majoritaires des sociétés anonymes par offre publique d'achat ou par achat en bourse* » dans *Rapports canadiens au congrès international de droit comparé*, Athènes, 1994. Les Éditions Yvon Blais Inc, Cowansville, 1995. p. 447.

conseil d'administration émettait des actions en faveur d'un actionnaire, l'effet désiré de ce geste ne pourrait être le changement de contrôle de l'actionnariat.

[124]Par exemple, les honorables juges dans les affaires *Bonisteel*¹⁸⁵ et *Hogg c. Cramphorn*¹⁸⁶ se sont penchés sur la légalité des actes posés par les conseils d'administration lorsque les compagnies qu'ils dirigeaient faisaient l'objet d'une offre publique d'achat non sollicitée. Il fut décidé que toute décision qui ne visait pas l'atteinte de l'objectif premier de la compagnie devait être réformée par les tribunaux sur demande d'un intéressé. Ainsi, toute décision qui peut être justifiée par l'atteinte d'un objectif autre que celui inscrit aux statuts doit être renversée par la Cour. Les deux cours siégeant dans ces deux affaires ont conclu que, conformément à la Loi en vigueur à l'époque, les objectifs et l'étendue des pouvoirs étaient insérés aux statuts de la compagnie et que si l'objectif visé par le conseil d'administration n'y était pas inscrit, alors le conseil d'administration posait des gestes dont il n'avait pas mandat de poser, donc les décisions prises étaient ultra vires, et devaient par le fait même, être réformées par les Tribunaux. Ainsi une émission d'actions qui était effectuée dans le but de préserver la position de contrôle d'un actionnaire était ultra vires¹⁸⁷.

¹⁸⁵ *Bonisteel c. Collis Leather Co, Ltd.* (1919) 45 O.L.R. 195.

¹⁸⁶ *Hogg c. Cramphorn* [1966] 3 All. E.R. 420.

¹⁸⁷ LOUNGNARATH, JR, Vilaysoun. « *L'acquisition des actions majoritaires des sociétés anonymes par offre publique d'achat ou par achat en bourse* » dans *Rapports canadiens au congrès international de droit comparé*, Athènes, 1994. Les Éditions Yvon Blais Inc, Cowansville, 1995. p. 451.

[125]De plus, il fut décidé que toute émission d'actions devait respecter l'esprit de la Loi, à savoir que toute émission devait être faite dans le seul but de financer les activités de la compagnie. En effet, le but premier d'une émission d'actions est la recherche de financement. Par conséquent, pour qu'une nouvelle émission d'actions soit légale, selon les enseignements des honorables juges, il faudra que les administrateurs aient le pouvoir d'émettre des actions et que le but de cette émission d'actions soit d'aller chercher un nouveau financement. Une décision prise par un conseil d'administration qui viserait d'autres objectifs devait donc être réformée par les tribunaux.

Le critère de l'intention principale du conseil d'administration

[126]La décision rendue par l'honorable juge Berger dans *Teck Corp c. Millar* est la première décision rendue par les tribunaux canadiens traitant d'émissions d'actions d'une compagnie survenue alors qu'une offre publique d'achat était en cours. L'Honorable juge Berger devait alors se pencher sur la légalité des gestes posés par le conseil d'administration de la compagnie visée dans l'offre publique d'achat, à savoir qu'une émission en bloc d'une quantité appréciable d'actions en faveur d'un seul actionnaire avait été effectuée, alors qu'un investisseur avait fait part de son intention d'acquérir les actions de la compagnie visée. Le juge Berger dans la décision *Teck Corp. C. Millar* a donc vérifié si la décision du conseil d'administration visait l'intérêt de la compagnie. La doctrine a alors qualifié le critère établi dans cette décision

comme étant « the primary purpose test », ou quelle était l'intention principale des administrateurs lorsqu'ils ont posé les gestes reprochés. En vertu de ce critère, les tribunaux doivent déterminer si la décision prise par les administrateurs était motivée par le meilleur intérêt de la compagnie¹⁸⁸. Il peut arriver que la décision prise vise de manière incidente un objectif non poursuivi par la compagnie. Donc les administrateurs devront prouver à ce moment que leur décision était dans l'intérêt de la compagnie et l'actionnaire aura le fardeau de prouver que la décision prise l'a été dans un intérêt autre que celui de la compagnie. Ainsi, si l'on retourne à l'affaire Teck, il a été décidé qu'il était possible pour un conseil d'administration d'émettre des actions à un seul actionnaire dans le but de protéger sa position majoritaire lorsqu'une offre publique d'achat est imminente et qui, si elle réussit, viendrait mettre en péril la survie ou la rentabilité de la compagnie visée par l'offre publique d'achat. L'Honorable juge Berger a alors libellé le critère applicable comme suit :

« I think the courts should apply the general rule in this way : The directors must act in good faith. Then there must be reasonable grounds for their belief. If they say that they believe there will be substantial damage to the company's interests, then there must be reasonable grounds for that belief. If there are not, that will justify a finding that the directors were actuated by an improper purpose. »¹⁸⁹

¹⁸⁸ LOUNGNARATH, JR, Vilaysoun. « *L'acquisition des actions majoritaires des sociétés anonymes par offre publique d'achat ou par achat en bourse* » dans *Rapports canadiens au congrès international de droit comparé*, Athènes, 1994. Les Éditions Yvon Blais Inc, Cowansville, 1995. p. 452.

¹⁸⁹ *Tech Corporation Limited c. Millar, Price, Haramboure, Gibbeson, Canadian Exploration Ltd. And Afton Mines*. [1973] 2 W.W.R. 385, À la page 414.

[127] Dans le cas d'une offre publique d'achat, il est fréquent que les intérêts de la compagnie ne concordent pas avec les intérêts des actionnaires, puisque si l'initiateur n'acquiert pas les actions, les actionnaires ne peuvent pas vendre celles-ci au prix fixé dans la note d'information, ceux-ci perdant du même coup la prime sur la valeur de l'action.

Le critère modifié de l'intention première des administrateurs

[128] Bien que l'affaire Howard Smith n'ait pas été entendue par les tribunaux canadiens, mais par la Chambre des Lords, en appel d'une décision rendue par le plus haut tribunal de l'Australie, la décision rendue dans cette affaire a tout de même un poids certain en matière de jurisprudence canadienne, compte tenu du fait que les lois de l'Australie et celles du Canada tirent leur origine commune de la Common Law d'Angleterre.

[129] La Chambre des Lords, étudiant les divers objectifs visés par les émissions d'actions, décida qu'il est possible, en de rares occasions, d'émettre des actions dans un but autre que celui de la recherche de financement pour la compagnie, mais il faut que ce soit dans l'intérêt futur de la compagnie. Ainsi, il sera considéré que tout effort de dilution de la participation d'un actionnaire au profit d'un tiers ou d'un autre actionnaire a été fait dans l'intérêt des administrateurs et non de la compagnie à moins que les administrateurs ne réussissent à prouver que la décision a été prise dans le meilleur intérêt de la

compagnie. On dénote que le fardeau de la preuve repose sur les administrateurs.

[130]La décision rendue par la Chambre des Lords dans l'affaire Howard Smith contient néanmoins un énoncé de poids en faveur du droit des actionnaires de choisir de vendre ou non leurs actions et de les vendre, dans l'affirmative, à l'acheteur de son choix, sous réserve des restrictions au transfert des actions prévues aux statuts constitutifs de la compagnie. En effet, l'honorable juge écrivait :

« The right to dispose of shares at a given price is essentially an individual right to be exercised on individual decision and on which a majority, in the absence of oppression or similar impropriety, is entitled to prevail. Directors are of course entitled to offer advice, and bound to supply information, relevant to the making of such a decision, but to use their fiduciary power solely for the purpose of shifting the power to decide to whom and at what price shares are to be sold cannot be related to any purpose for which the power over the share capital was conferred upon them.»¹⁹⁰

[131]Ainsi, la Chambre des Lords jetait les accises du droit d'un actionnaire de décider quand, à quel prix et à qui il allait vendre ses actions. Par conséquent, il est important que l'actionnaire puisse recevoir les documents d'offre d'achat des actions, en prenne connaissance et décide lui-même s'il accepte ou non l'offre. Le conseil d'administration n'a, en principe aucun droit de rejeter, directement ou indirectement, une offre publique d'achat. Il doit la

¹⁹⁰ *Howard Smith Ltd v. Ampor Petroleum Ltd.* [1974] AC 821.

présenter aux actionnaires, et c'est à eux que revient la décision finale. Cependant, en vertu de la *Loi sur les Valeurs mobilières* du Québec, les administrateurs doivent donner leur avis sur la qualité de l'offre d'achat, indiquer pourquoi elle est avantageuse ou non, le conseil d'administration ne peut pas user de méthodes afin de faire échouer la présentation de l'offre publique d'achat aux actionnaires. Comme nous le verrons plus en détails ci-après, les diverses autorités compétentes en matière de valeurs mobilières considèrent que le droit d'un actionnaire de se pencher sur l'offre publique d'achat est un droit primordial et si un geste est posé par un conseil d'administration, ce geste ne doit pas venir entraver ce droit d'évaluer l'offre publique d'achat.

[132] Agir à l'encontre de ce droit que détient l'actionnaire de juger personnellement de la valeur de l'offre publique d'achat qui lui est faite équivaut à violer son droit de disposer de ses biens comme bon lui semble, droit enchâssé dans la constitution canadienne. En effet, dans le cas où le régime de droits de souscription d'actions mise en place à l'encontre d'une offre publique d'achat atteint le but recherché, savoir de faire tomber l'offre publique d'achat, les actionnaires se seront vus refuser le droit de vendre leurs actions à cet initiateur et par conséquent, leur droit à la libre disposition de leurs actions aura été mis temporairement en veilleuse et ils n'auront pu bénéficier de la prime proposée par l'initiateur en raison des agissements des administrateurs.

DEVOIR DE LOYAUTÉ

[133] Dans un autre temps, les administrateurs doivent agir au meilleur des intérêts de la compagnie, de manière à promouvoir les buts et objectifs de la compagnie et ce, quels que soient les buts et objectifs des actionnaires. En effet, il se pourrait que les intérêts de la compagnie divergent de ceux des actionnaires, de plusieurs ou d'un d'entre eux.

[134] Ainsi, l'administrateur a un devoir de loyauté envers la personne morale. Mais qu'englobe cette expression? Est-ce que ce devoir de loyauté n'existe qu'envers la compagnie, personne morale distincte de ses actionnaires, ou également envers les actionnaires, eux qui se sont regroupés pour former cette compagnie? À ce sujet, la jurisprudence et les auteurs paraissent divisés. Tout d'abord, le courant majoritaire prétend que l'intérêt de la compagnie équivaut à l'intérêt des actionnaires comme l'indiquait la Cour d'appel de la Colombie-Britannique dans l'arrêt *Ardene Cinemas* alors qu'elle interprétait l'arrêt *Allen* rendu quelque cinquante ans plus tôt :

« The phrase « the company as a whole », does not [...] mean the company as a commercial entity, distinct from the corporators : it means the corporators as a general body. »¹⁹¹

¹⁹¹ *Greenhalgh c. Ardene Cinemas Ltd.*, [1951] Ch. 286. 291. (CA).

[135]En suivant cette interprétation, nous devons conclure que l'intérêt de la compagnie doit s'interpréter de façon à ne prendre en compte que l'intérêt des personnes qui détiennent des actions au moment où la décision est prise. En d'autres mots, les décisions prises par le conseil d'administration ne devraient être mues que par la recherche du bénéfice à très court terme, puisque la décision doit être prise dans l'intérêt du regroupement des actionnaires au moment concomitant avec la décision, pour paraphraser la Cour d'appel de la Colombie-Britannique.

[136]Le juge Richard dans l'affaire *EXCO* a quant à lui évalué le cas sous un critère plus restrictif. En effet, il a tout d'abord renversé le fardeau de la preuve sur les administrateurs et ces derniers devaient prouver que seul l'intérêt de la compagnie avait été pris en compte et qu'aucun autre groupe d'intérêt ne pouvait tirer profit de leur décision¹⁹². Nous sommes d'avis que ce critère est beaucoup trop restrictif et qu'aucune décision du conseil d'administration ne pourrait être reconnue valide. Cependant, le juge Richard indique que ce critère sévère devrait être utilisé que dans le cas spécifique de l'émission de nouvelles actions par un conseil d'administration et pour que cette émission respecte les critères établis par le juge, il faudrait qu'elle soit lancée dans le seul intérêt de la compagnie, soit afin d'augmenter le

¹⁹²LOUNGNARATH, JR, Vilaysoun. « *L'acquisition des actions majoritaires des sociétés anonymes par offre publique d'achat ou par achat en bourse* » dans *Rapports canadiens au congrès international de droit comparé*, Athènes, 1994. Les Éditions Yvon Blais Inc, Cowansville, 1995. p. 455.

financement de la compagnie, et non de tenter de privilégier un groupe quelconque.

[137] Nous sommes d'avis que cette interprétation est périlleuse au point de vue de l'indépendance entre les deux entités que sont les actionnaires, d'un côté, et la compagnie, de l'autre. Bref, ce que la Cour fait, c'est qu'elle soulève le voile corporatif et indique que ce qui est bon pour les actionnaires est nécessairement bon pour la compagnie. En effet, l'arrêt *Ardene Cinemas* semble mettre complètement de côté l'arrêt du Conseil privé dans l'affaire *Salomon* alors qu'il avait été décidé de la personnalité juridique distincte de la compagnie en ces termes (traduction):

« Il me semble impossible de contester qu'une fois qu'une compagnie est légalement constituée, elle doit être traitée comme toute autre personne indépendante, avec des droits et des obligations qui lui sont propres, et que les mobiles de ceux qui ont participé à la promotion de la compagnie ne doivent absolument pas entrer en ligne de compte lorsqu'on discute quels sont ces droits et obligations... »¹⁹³

[138] La Cour suprême du Canada, dans l'arrêt *Kosmopoulos*, réitère par la suite le principe de la personnalité juridique distincte de la compagnie en ces mots :

¹⁹³ *Salomon c. Salomon* [1897] AC 22. La traduction est tirée de MARTEL, Paul. «*La Compagnie au Québec, Les aspects juridiques*» Éditions Wilson Lafleur, Montréal, 1998. à la page 1-25.

« Il y a un argument convaincant selon lequel « quiconque choisit de profiter des avantages qu'offre la constitution en société doit aussi en supporter les inconvénients, de sorte que, si jamais on doit faire abstraction de la personnalité morale, ce me doit être que dans l'intérêt de tiers à qui, sans cela, ce choix porterait préjudice »... »¹⁹⁴

[139]D'autres prétendent que l'intérêt de la compagnie ne doit s'évaluer qu'en ne tenant compte du fait que la compagnie est une personne à part entière au sens des articles 298 et 309 du *Code civil du Québec*. Ainsi, les décisions prises par les administrateurs ne devraient être mues que par l'intérêt de faire augmenter le patrimoine de la personne morale, le tout en respectant les prescriptions et limites prévues par la Loi et les statuts constitutifs de la compagnie. En agissant de cette manière, il est indéniable qu'ultimement les actionnaires seront les seuls bénéficiaires du reliquat des biens de la compagnie, lors de sa dissolution.

[140]Cependant, nous notons un élargissement du courant majoritaire ces dernières années. En effet, ce dernier semblait prétendre que l'intérêt de la compagnie devait prendre en compte l'intérêt des actionnaires présents et futurs¹⁹⁵. Ainsi, les administrateurs peuvent prendre une décision, par exemple, augmenter les salaires des employés, qui pourrait avoir une incidence baissière sur l'actif de la compagnie à première vue, mais qu'en bout de ligne, cette

¹⁹⁴ *Kosmopoulos c. Constitution Insurance Co.* [1987] 1 RCS 2. à la page 12.

¹⁹⁵ Tel qu'il en fut décidé dans la décision *Revlon, Inc. Vs. MacAndrews & Forbes Holding, Inc.* 506 A.2d 173, 182 (Del. 1986).

décision augmente la productivité des employés et ainsi la valeur de la compagnie.

[141]La Cour suprême du Canada, dans *l'affaire de la faillite des magasins à rayons Peoples inc*, a depuis clairement indiqué que l'intérêt de la compagnie ne devait pas être confondu avec l'intérêt des actionnaires ou celui des créanciers à l'approche d'une faillite. En effet, les honorables juges Major et Deschamps, écrivant au nom de la Cour, ont rappelé :

« Pour ce qui est de l'obligation fiduciaire prévue par la loi, il est évident qu'il ne faut pas interpréter l'expression « au mieux des intérêts de la société » comme si elle signifiait simplement « au mieux des intérêts des actionnaires ». 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 [...]»¹⁹⁶

[142]Ainsi, le plus haut tribunal du pays a donc mis de côté l'interprétation donnée par les tribunaux inférieurs consistant en un élargissement de la notion de l'intérêt de la société pour prendre en compte les intérêts de divers groupes, notamment les actionnaires et les créanciers. Cependant, la Cour suprême indique néanmoins que :

« Les intérêts des actionnaires, ceux des créanciers et ceux de la société peuvent concorder et vont concorder si

¹⁹⁶ *Magasins à rayons Peoples inc. (Syndic de) c. Wise*. 2004 CSC 68. au paragraphe 42.

l'entreprise est rentable, dispose de capitaux suffisants et a de bonnes perspectives de croissance. »¹⁹⁷

[143]La Cour suprême du Canada a aussi donné une piste aux tribunaux lorsqu'ils seront confrontés à vérifier si le devoir de loyauté des administrateurs envers la société a été respecté. En effet, la Cour suprême a indiqué qu'il fallait regarder l'intention des administrateurs de la compagnie lorsqu'ils prennent une décision et voir si cette intention correspond au désir de ceux-ci d'en faire une meilleure compagnie. Ainsi, il est possible qu'à brève échéance, la décision des administrateurs mette la compagnie dans une position moins confortable qu'avant à court terme, mais qu'à moyen et long terme, la compagnie soit davantage rentable et productive. Ils doivent également tenir compte du risque qu'encourt la Compagnie en posant tel ou tel geste. La Cour suprême du Canada indique également qu'en privilégiant l'intérêt de la compagnie, d'autres groupes vont voir leurs intérêts privilégiés par le fait même, et ce, même si ce n'était pas l'intention première des administrateurs.

[144]La décision rendue par la Cour Suprême du Canada dans l'affaire *Peoples* vient ainsi récapituler et mettre à jour les devoirs et obligations de loyauté et d'agir dans le meilleur intérêt de la compagnie que les administrateurs ont envers celle-ci. La décision vient également éclaircir la notion des « intérêts de la compagnie », en encadrant le terme compagnie pour ce qu'elle est : une entité distincte de ses actionnaires, de ses créanciers, de ses

¹⁹⁷ *Magasins à rayons Peoples inc. (Syndic de) c. Wise*. 2004 CSC 68. au paragraphe 44.

employés, etc. Comme nous l'avons vu précédemment, elle établit également que l'intérêt de la compagnie peut concorder avec les intérêts de certains autres parties avec lesquelles la compagnie a des liens, mais pas à tous les coups. En effet, comme nous l'avons fait valoir précédemment, il est très fréquent que l'intérêt de la compagnie elle-même soit différent de celui des actionnaires, les uns recherchant l'augmentation rapide de la valeur de leurs actions, l'autre ayant à cœur le succès et la pérennité de la compagnie. Elle fait également un lien avec la doctrine de la décision d'affaires que les administrateurs peuvent invoquer lorsque leurs décisions sont contestées devant les tribunaux, principe que les tribunaux américains ont établis comme étant le premier critère que les administrateurs devaient respecter lorsque leur décision de mettre en place un régime de droits de souscription d'actions était contestée devant les autorités compétentes en pareille matière.

[145] Nous sommes d'avis que cet éclaircissement de l'interprétation de la notion de l'intérêt de la société était nécessaire depuis l'arrêt de la Cour d'appel de la Colombie-Britannique dans l'affaire *Ardene Cinemas* dont nous avons parlé plus haut puisque cette interprétation associait les intérêts de la compagnie à ceux des actionnaires uniquement. Dorénavant, les tribunaux pourront évaluer l'intérêt de la société en examinant la question sous l'angle de l'intention du conseil d'administration de faire une meilleure compagnie.

[146] Afin de remplir leur devoir de loyauté envers la compagnie et, par la suite, les actionnaires, les administrateurs doivent dans le cadre d'une offre publique d'achat, dès réception de celle-ci, en prendre connaissance et évaluer la valeur de la compagnie. Dans le cas où la valeur de celle-ci se situerait en deçà de la valeur établie par actions dans le cadre de l'offre publique d'achat, les administrateurs doivent établir un plan d'action afin de protéger la compagnie et par ricochet, les actionnaires de cette offre d'achat qualifiée de plus que décevante.¹⁹⁸ Or, ce devoir que se sont arrogés les administrateurs provient plutôt d'une interprétation des principes sous-jacents à la *Loi sur les Valeurs mobilières* à l'effet que les investisseurs actionnaires devraient être protégés que de l'application des devoirs des administrateurs émanant des diverses lois corporatives.

[147] Dans l'affaire *Olympia and York*, le tribunal a décidé qu'en période d'offre publique d'achat, l'intérêt de la compagnie se superposait avec l'intérêt des actionnaires présents et qu'il était dans l'intérêt de ces derniers que le conseil d'administration mette en place des mesures défensives dans le but de lancer des négociations à la hausse sur le prix des actions, puisque les administrateurs étaient convaincus que la valeur réelle des actions était supérieure à la valeur fixée dans la note d'information. Ainsi, ce serait à bon droit que, dans le cas où les administrateurs seraient persuadés que l'offre serait

¹⁹⁸ BROWN, Richard C. «*The Role of the Courts in Hostile Takeovers*» 93 Dick. L. Rev. 195. À la page 210.

inadéquate, ces derniers entreprennent des mesures pour contraindre l'initiateur à négocier des termes plus avantageux pour les actionnaires ou des mesures visant à faire échouer l'offre publique d'achat en soumettant aux actionnaires une réorganisation visant un accroissement des bénéfices pour les actionnaires, comme ce fut le cas dans l'affaire *Olympia & York*.¹⁹⁹

[148]De plus, nous notons une réticence de la part des tribunaux québécois et canadiens à s'immiscer dans les décisions prises par les administrateurs²⁰⁰ en raison de la compétence et du haut degré de connaissance de la régie interne de la compagnie, ce qui établit, au cours du temps, le principe de la décision d'affaires, qui indique qu'il est illusoire qu'un tribunal puisse se replonger dans les mêmes dispositions que l'étaient le conseil d'administration lorsque la décision a été prise, que nous verrons plus en détails plus loin dans le texte.

[149]Dans un deuxième temps, les tribunaux ont établi le principe de la démocratie corporative, à l'effet que ce sont les actionnaires de la compagnie qui ont élu les administrateurs, selon leur volonté propre et que si les actionnaires ne sont pas satisfaits des décisions prises par les administrateurs, ils ont le loisir de convoquer une assemblée spéciale des actionnaires et de

¹⁹⁹ LOUNGNARATH, JR, Vilaysoun. « *L'acquisition des actions majoritaires des sociétés anonymes par offre publique d'achat ou par achat en bourse* » dans *Rapports canadiens au congrès international de droit comparé*, Athènes, 1994. Les Éditions Yvon Blais Inc, Cowansville, 1995. p. 453.

²⁰⁰ IACOBUCCI, Frank. « *Planning and Implementing Defences to Take-Over Bids : The Directors' Role* » Vol.5 *Canadian Business Law Journal* 1980-81 131. À la page 162.

révoquer le mandat des administrateurs et en nommer de nouveaux.²⁰¹ De plus, en vertu de ce principe, les actionnaires peuvent en tout temps convoquer une assemblée spéciale des actionnaires afin de valider les positions prises par les administrateurs. Ainsi, les actionnaires pourraient entériner la mise en place d'un régime de droits de souscription d'actions et à ce moment, les tribunaux seraient beaucoup plus enclins à considérer ce régime de droits de souscription légal en ce que celui-ci serait l'expression de la volonté d'une majorité d'actionnaires.²⁰² Cette approbation des actionnaires ne peut toutefois être un gage de légalité, mais les tribunaux ont accordé une importance certaine à cette approbation.²⁰³

Devoir d'agir avec prudence et diligence

[150] Les administrateurs ont également une obligation de prudence et diligence, et non pas de résultat, dans les gestes qu'ils posent. Par conséquent,

²⁰¹ STRINE, Leo E. Jr. «*The professorial bear hug : The ESB Proposal as a Conscious Effort to Make the Delaware Courts Confront the Basic 'Just Say No' Question*» Stanford Law Review. Dec. 2002 Vol 55, 863 à la page 868. Voir également VELASCO, Julian. «*The enduring illegitimacy of the Poison pill*» 27 J. Corp. L. 381, LIPTON, Martin et Paul K. Rowe. «*Pills, Polls and Professors : A Reply to Professor Gilson*» 27 Del. J. Corp. L 1., à la page 6 et à la page 28. LOUNGNARATH, JR, Vilaysoun. «*L'acquisition des actions majoritaires des sociétés anonymes par offre publique d'achat ou par achat en bourse*» dans Rapports canadiens au congrès international de droit comparé, Athènes, 1994. Les Éditions Yvon Blais Inc, Cowansville, 1995. p. 445.

²⁰² LOUNGNARATH, JR, Vilaysoun. «*L'acquisition des actions majoritaires des sociétés anonymes par offre publique d'achat ou par achat en bourse*» dans Rapports canadiens au congrès international de droit comparé, Athènes, 1994. Les Éditions Yvon Blais Inc, Cowansville, 1995. p. 457.

²⁰³ LOUNGNARATH, JR, Vilaysoun. «*L'acquisition des actions majoritaires des sociétés anonymes par offre publique d'achat ou par achat en bourse*» dans Rapports canadiens au congrès international de droit comparé, Athènes, 1994. Les Éditions Yvon Blais Inc, Cowansville, 1995. p. 458.

les tribunaux québécois et canadiens seront très prudents avant de renverser une décision d'un administrateur, si elles sont prises à l'intérieur des pouvoirs qui leurs sont conférés.

[151]En effet, nous devons noter en premier lieu que les tribunaux sont très réticents à juger l'opportunité des décisions prises par les conseils d'administration. Les tribunaux croient, avec raison, qu'il n'est pas du ressort du juge de vérifier après coup si la décision était la bonne, puisqu'il est impossible pour lui de se placer dans les mêmes souliers que l'administrateur au moment où il a pris sa décision d'affaires, comme la Cour d'appel de l'Ontario le rappelait dans l'affaire *Brant Investments Ltd. C. KeepRite Inc* :

« That does not mean that the trial judge should substitute his own judgment for that of managers, directors, or a committee such as the one involved in assessing this transaction. Indeed, it would generally be impossible for him to do so, regardless of the amount of evidence before him. He is dealing with the matter at a different time and place; it is unlikely that he will have the background knowledge and expertise of the individuals involved; he could have little or no knowledge of the background and skills of the persons who would be carrying out any proposed plan; and it is unlikely that he would have any knowledge of the specialized market in which the corporation operated. In short, he does not know enough to make the business decision required.»²⁰⁴

²⁰⁴ ROUSSEAU, Stéphane et Raymonde Crête, «*Droit des sociétés par actions principes fondamentaux*» Les Éditions Thémis, Montréal, 2002, 1008p. – pages 475-476 – *Brant Investments Ltd c. KeepRite Inc.* (1991) 3 OR (3d) 289. (Ontario CA)

[152]La Cour suprême du Canada, dans l'arrêt *Peoples*, faisant une revue de la jurisprudence ayant trait à la règle de l'appréciation commerciale, indique que si les administrateurs, une fois qu'il a été établi qu'ils agissaient à l'intérieur de leurs mandats, avaient agi conformément à ce qu'ils considéraient le meilleur intérêt de la compagnie, conformément à leur obligation d'agir dans le meilleur intérêt de la compagnie, et s'ils n'avaient pas agi de manière négligente, ne verraient pas leur décision réformée par les autorités compétentes en pareille matière, à savoir, les tribunaux supérieurs. La Cour suprême du Canada enseigne qu'en raison de la connaissance approfondie que les administrateurs ont de la compagnie, et des nombreux éléments ponctuels entourant la prise de décision (tels que le temps, l'urgence, l'information disponible, les enjeux élevés, etc.), les tribunaux doivent conserver une retenue face aux décisions prises par les administrateurs, puisque la Cour ne peut se replacer dans le même état que l'étaient les administrateurs lors de la prise de la décision. Ainsi, l'honorable juge écrivait :

« On pourrait être tenté de considérer à la lumière de renseignements qui deviennent disponibles ultérieurement que des décisions d'affaires qui n'ont pas abouti étaient déraisonnables ou imprudentes. En raison de ce risque d'examen a posteriori, les tribunaux canadiens ont élaboré à l'égard des décisions d'affaires une règle de retenue appelée, suivant la terminologie employée aux États-Unis, la « règle de l'appréciation commerciale ». »²⁰⁵

²⁰⁵ *Magasins à rayons Peoples inc. (Syndic de) c. Wise*. 2004 CSC 68. Paragraphe 64.

[153]Le Tribunal vérifiera alors que les gestes reprochés sont la résultante d'une décision d'affaires éclairée et raisonnable et que s'ils n'avaient pas les connaissances nécessaires, les administrateurs se sont adjoints des conseillers compétents. Ainsi, les Tribunaux ne vérifieront pas si les administrateurs ont pris la meilleure de toutes les décisions possibles, mais bien si la décision prise est raisonnable compte tenu des informations dont ils disposaient.

[154]Ainsi, pour que les Tribunaux réforment les décisions prises par les administrateurs, on doit :

- a) établir que les administrateurs ont manqué à leurs obligations de diligence :
 - 1) s'ils ne se sont pas appuyés sur les renseignements dont ils disposaient;
 - 2) il y avait une décision manifestement plus avantageuse;
 - 3) compte tenu de leurs connaissances, la décision prise n'était pas raisonnable;
 - 4) les administrateurs n'ont pas demandé de conseils à une personne compétente;
- b) Démontrer que l'on subit un préjudice.

[155]Il existe cependant la possibilité pour les administrateurs de prouver qu'ils ont agi en respectant leurs devoirs en démontrant qu'ils ont

respecté la règle de l'appréciation commerciale, c'est-à-dire qu'ils ont examiné toute la documentation pertinente et qu'au besoin, ils ont demandé conseil à des professionnels et qu'ils ne se placent pas en situation de conflit d'intérêts.

[156]De plus, une deuxième raison pousse les tribunaux à user de déférence envers les administrateurs des compagnies. En effet, compte tenu du fait que ceux-ci sont élus par les actionnaires à chaque année en principe, et compte tenu de la possibilité pour les actionnaires de démettre un administrateur de ses fonctions, les actionnaires ont ainsi la possibilité de se faire justice eux-mêmes, en remplaçant les administrateurs dont ils sont insatisfaits.

[157]Ainsi, au cours des décisions rendues par les Tribunaux, nous avons vu l'apparition de la règle de l'appréciation commerciale, ladite règle étant en quelque sorte une défense invoquée par les administrateurs lorsqu'ils sont poursuivis sur la base qu'ils auraient pris la mauvaise décision. Ici également, le corpus juridique entourant cette expression diffère quelque peu que l'on soit au Canada ou aux Etats-Unis.

L'incidence de la jurisprudence américaine et la règle de l'appréciation commerciale

[158]La jurisprudence américaine a développé de son côté la règle de l'appréciation commerciale. L'on pourrait définir cette notion de la façon suivante, comme l'a fait la Cour suprême du Delaware :

« The business judgement rule ... is a presumption that in making a business decision the directors of a corporation acted on an informed basis, in good faith and in the honest belief that the action was taken in the best interest of the company. »²⁰⁶

[159]Ainsi, les décisions des administrateurs ne seront pas remises en cause par les Tribunaux américains à moins qu'on prouve que cette décision n'a pas été prise en pleine connaissance de cause, en toute bonne foi, ou en croyant vraiment que la décision prise était dans le meilleur intérêt de la compagnie.²⁰⁷ En effet, en raison de la théorie de la démocratie corporative, les tribunaux sont réticents à réformer les décisions des administrateurs.²⁰⁸ Michael ST. Patrick Baxter résume bien quels sont les critères qui permettent à un administrateur de bénéficier de la présomption rattachée à la règle de l'appréciation commerciale:

« The business judgment rule consists essentially of five elements, each of which is assumed to be satisfied when the

²⁰⁶ *Aronson v. Lewis* 473 A 2nd 805, 812 (Del. 1984). Laquelle définition est reprise notamment par de nombreux auteurs, tels, Julian Velasco, dans «*The Enduring illegitimacy of the Poison Pill*», publié à 27 J. Corp L. 381 à la page 387., BROWN, Richard C. dans «*The Role of the Courts in Hostile Takeovers*» 93 Dick. L. Rev. 195, à la page 217.

²⁰⁷ BROWN, Richard C. «*The Role of the Courts in Hostile Takeovers*» 93 Dick. L. Rev. 195. À la page 217. WERKHEISER, Gregory W. «*Defending the corporate Bastion ; Proportionality and the Treatment of Draconian Defenses from Unocal to Unitrin* » 21 Del. J. Corp. L. 103. À la page 105.

²⁰⁸ COX, Laura L. «*Poison Pills : Recent Developments in Delaware Law*» 58 U. Cin L. Rev. 611 à la page 618.

rule is applied. They are as follows : (1) the directors exercised a business judgment, in that there was an affirmative act by the directors as opposed to inaction (although a conscious decision to refrain from acting may be a valid exercise of business judgment); (2) the directors did not have a personal interest in the challenged directorial action; (3) the directors made a reasonable effort to ascertain and consider all information relevant to their action; (4) the directors acted with the belief that their action was in the best interest of the corporation and its shareholders; and (5) the director's action did not constitute gross overreaching or an abuse of discretion. (références omises) »²⁰⁹

[160] Dans l'étude de ces cinq critères, il est indubitable que le fait que la majorité des membres du conseil d'administration est indépendante, à savoir, que ces personnes n'occupent aucune autre fonction dans l'entreprise que celles pour lesquelles ces personnes ont été nommées, jouera en faveur du maintien de la présomption liée à la règle de l'appréciation commerciale originale²¹⁰. En effet, l'Honorable juge Sand, dans l'affaire *CRFT Corporation c. Federated Department Stores*, écrivait :

« The approval of any defensive measures by a Board composed of a majority of outside independent directors acting in good faith and upon reasonable investigation materially enhance the proof that the Board has acted

²⁰⁹ ST. PATRICK BAXTER, Michael. « *The fiduciary obligations of directors of a target company in resisting an unsolicited takeover bid* » *Ottawa Law Review* Vol 20:1 63. à la page 68. L'auteur fait alors un résumé des critères développés par la jurisprudence, notamment, *Aronson v. Lewis* 473 A 2nd 805, 812 (Del. 1984), *Norlin Corp. v. Rooney, Pace inc.* 744 F.2d 255, 264 (2d Cir.1984) et *Hanson Trust PLC v ML SCM Acquisition inc.*, 781 F.2d 264.

²¹⁰ COX, Laura L. « *Poison Pills : Recent Developments in Delaware Law* » *U. Cin. L. Rev.* 611. À la page 619. IACOBUCCI, Frank. « *Planning and Implementing Defences to Take-Over Bids : The Directors' Role* » Vol 5. *Canadian Business Law Journal* 1980-81, 131, à la page 139. LOUNGNARATH, JR, Vilaysoun. « *L'acquisition des actions majoritaires des sociétés anonymes par offre publique d'achat ou par achat en bourse* » dans *Rapports canadiens au congrès international de droit comparé, Athènes, 1994*. Les Éditions Yvon Blais Inc, Cowansville, 1995. p. 456.

reasonably in response to the threat posed. If the directors succeed in this showing, the burden shifts back to the Plaintiffs who have the ultimate burden of persuasion to show a breach of the directors fiduciary duties. »²¹¹

[161]Cependant, il est plus facile d'expliquer ces critères que d'échouer la règle de l'appréciation commerciale. En effet, les Honorables juges Hermann, Horsey and Moore, formant la majorité dans l'affaire *Smith c. Van Gorkom*, ont décidé que le degré de faute à prouver par les attaquants des gestes posés était celui de la négligence grossière. En effet, on pouvait y lire :

« We think the concept of gross negligence is also the proper standard for determining whether a business judgment reached by a board of directors was an informed one. »²¹²

[162]Une fois que soit la mauvaise foi, que soit la décision prise avantage les administrateurs, même indirectement, ou que soit ces derniers n'avaient pas rempli leur obligation de bien s'informer avant de prendre la décision ait été prouvée, la présomption issue de la règle de l'appréciation commerciale ne s'applique plus et les administrateurs doivent prouver la validité et la légalité de leurs actions posées.²¹³ Dans le cas d'une offre publique d'achat, la plupart des juridictions américaines a modifié la règle de l'appréciation commerciale pour renverser le fardeau de la preuve puisque les administrateurs peuvent dans presque tous les cas avoir un intérêt à ce que

²¹¹ *CRTF Corporation c. Federated Department Stores inc.* 683 F. Supp. 422, à la page 437.

²¹² *Smith c. Van Gorkom.* 488 A 2nd 858, à la page 873.

²¹³ BROWN, Richard C. «*The Role of the Courts in Hostile Takeovers*» 93 Dick. L. Rev. 195. À la page 218.

l'offre publique d'achat ne réussisse pas afin de conserver leur poste au sein du conseil d'administration²¹⁴. Alors, avant d'invoquer la règle de l'appréciation commerciale, les administrateurs doivent à ce moment prouver que leurs actions respectent les trois critères suivants établis par la jurisprudence soit le critère « enhance scrutiny », à savoir :

« (1) they had reasonable grounds for believing that the takeover bid presented a danger to corporate policy and effectiveness; (2) the defensive measures adopted were a result of an informed business judgment based on the evaluation of all material information and (3) the defensive measures adopted were a reasonable response to the threat posed by the takeover bid. »²¹⁵

[163]Ainsi, préalablement à la vérification du critère de l'appréciation commerciale, les tribunaux américains examineront si les administrateurs ont des motifs de croire que les intérêts de la compagnie sont menacés, et dans l'affirmative, si les mesures mises en place par les administrateurs sont justifiées, raisonnables et proportionnelles aux menaces engendrées par l'offre

²¹⁴BROWN, Richard C. «*The Role of the Courts in Hostile Takeovers*» 93 Dick. L. Rev. 195. À la page 224 et plus en détail, à la page 241. Voir également WERKHEISER, Gregory W. «*Defending the corporate Bastion ; Proportionality and the Treatment of Draconian Defenses from Unocal to Unitrin*» 21 Del. J. Corp. L. 103. À la page 106.

²¹⁵ST. PATRICK BAXTER, Michael. «*The fiduciary obligations of directors of a target company in resisting an unsolicited takeover bid*» Ottawa Law Review Vol 20:1 63. à la page 75. L'auteur fait un résumé des critères développés par la jurisprudence américaine, notamment les affaires *Ivanhoe Partners vs. Newmont Mining Corp.* Fed Sec L. Rep (CCH) ¶ 93,552(Del. 1987) aff'g Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 93,503 (Del. Ch. 1987), *Buckhorn, inc. v. Ropak Corp.* 656 F. Supp 209, 226 (S.D. Ohio 1987) aff'd without published opinion 815 F.2d 76 (6th cir. 1987), *Revlon, Inc v. McAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, A.2d 173,180 (Del. 1986), aff'g 501 A.2d 1239 (Del. Ch. 1985) et *Unocal Corp. v Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985).

publique d'achat²¹⁶. Ainsi l'honorable juge Schwartz écrit dans l'affaire *Moore*:

«However, because directors might have some entrenchment motive, described by the Supreme Court of Delaware as the “omnipresent spectre that a board may be acting primarily in its own interests, rather than those of the corporation and its shareholders,” an “enhanced judicial scrutiny” is applicable to board decisions in the tender offer context. That standard must be satisfied before the board’s action are reviewed under the traditional; business judgement rule. »²¹⁷

[164]On entend donc menaces engendrées par l'offre publique d'achat l'impossibilité pour les actionnaires d'agir en pleine connaissance de cause, à savoir d'où proviennent les sommes d'argent qui serviront à payer les transferts d'actions, quelles sont les conséquences s'ils n'acceptent pas l'offre publique d'achat qui est déposée, s'il y a risque que l'initiateur revienne à la charge quelques temps plus tard, à un prix moins avantageux pour les actionnaires, si le prix offert est réaliste²¹⁸ ou si l'offre publique d'achat est ouverte pour une

²¹⁶ STRINE, Leo E. Jr. «*The professorial bear hug : The ESB Proposal as a Conscious Effort to Make the Delaware Courts Confront the Basic 'Just Say No' Question*» Stanford Law Review. Dec. 2002 Vol 55, 863 à la page 871. *Unocal Corp. V.Mesa Petroleum Co.*, 493 A2d 946. 955 (Del. 1985)., voir également VELASCO, Julian. «*The Enduring Illegitimacy of the Poison Pill*» 27 J. Corp. L. 381. À la page 387., BROWN, Richard C. «*The Role of the Courts in Hostile Takeovers*» 93 Dick. L. Rev. 195. À la page 240. LOUNGNARATH, JR, Vilaysoun. «*L'acquisition des actions majoritaires des sociétés anonymes par offre publique d'achat ou par achat en bourse* » dans Rapports canadiens au congrès international de droit comparé, Athènes, 1994. Les Éditions Yvon Blais Inc, Cowansville, 1995. p. 448.

²¹⁷ *Moore corporation Limited and FRDK, Inc. C. Wallace Computer Services, Inc.*, 907 F. Supp.1545. paragraphe 5. Voir également WERKHEISER, Gregory W. «*Defending the corporate bastion : Proportionality and the treatment of draconian measures from Unocal to Unitrin*» 21 Del. J. Corporate L. 103 à la page 103.

²¹⁸ Dans l'affaire *Revlon v. MacAndrews &Forbes Holding, Inc.* 506 A2d 173 (Del 1986), les tribunaux ont confirmé que le conseil d'administration, alors qu'il prévoit faire l'objet d'une offre publique d'achat à un prix qui ne reflète pas la valeur de la compagnie, est bien fondé de

courte période de manière à ce que les administrateurs ne peuvent solliciter d'autres compagnies pour lancer une enchère. Les tribunaux examineront également si le conseil d'administration a fait ses devoirs, c'est-à-dire, s'il s'est renseigné sur la valeur de la compagnie, sur les incidences de l'offre publique d'achat sur la compagnie, sur la viabilité de la compagnie suite à cette offre publique d'achat, s'il s'est adjoint les services de professionnels et de conseillers externes²¹⁹.

[165]Quant au critère de la raisonnable de la mesure mise en place par le conseil d'administration, les tribunaux, notamment dans l'affaire Moran²²⁰, ont indiqué que compte tenu qu'il n'y avait aucun impact sur les biens de la compagnie, que sa viabilité financière n'était pas mise en péril, que ses avoirs

mettre en place des mesures défensives, notamment un régime de droits de souscription d'actions, mais qu'une fois qu'une offre correspond à la valeur de la compagnie, le régime de droits de souscription d'actions doit être mis hors application. Voir également COX, Laura L. « *Poison Pills : Recent Developments in Delaware Law* » 58 U. Cin. L. Rev. 611 à la page 628. Voir également l'affaire *Henley Group inc. V. Santa Fe Southern Pacific Corp.* Civ A No 9569, 1988 WL 23945 (Del Ch. April 12, 1988). Voir *Tate and Lyle PLC v Staley Continental inc.* Civ A 9813. 1988 WL 46064 (Del Ch. May 9, 1988). Voir également YABLON, Charles M. « *Poison Pills and Litigation Uncertainty* » 1989 Duke L. J. 54, à la page 77. WERKHEISER, Gregory W. « *Defending the corporate Bastion ; Proportionality and the Treatment of Draconian Defenses from Unocal to Unitrin* » 21 Del. J. Corp. L. 103. À la page 108, alors que l'auteur citait l'affaire *Unocal* précité en ces termes : « A further aspect is the element of balance. If a defensive measure is to come within the ambit of the business judgment rule, it must be reasonable in relation to the threat posed. This entails an analysis by the directors of the nature of the takeover bid and its effects on the corporate enterprise. Examples of such concerns may include : inadequacy of the price offered, nature and timing of the offer, questions of illegality, the impact on "constituencies" other than shareholders (i.e., creditors, customers, employees, and perhaps even the community generally), the risk of nonconsummation, and the quality of securities being offered in the exchange. ... [A] board may reasonably consider the basic stockholder interests at stake, including those of short term speculators, whose actions may have fuelled the coercive aspect of the offer at the expense of the long term investor. »

²¹⁹BROWN, Richard C. « *The Role of the Courts in Hostile Takeovers* » 93 Dick. L. Rev. 195. À la page 241.

²²⁰*Moran v. Household International*, 500 A2d 1346 (Del. 1985)

n'étaient pas dilués ou qu'aucun impact fiscal n'était noté, la mise en place d'un régime de droits de souscription d'actions était une mesure raisonnable face à une offre publique d'achat.²²¹ Ainsi, les tribunaux tendent désormais à vérifier, dans le critère de la proportionnalité de la mesure défensive, si la mesure mise en place est à un tel point draconienne que les actionnaires n'ont plus l'opportunité de recevoir aucune offre publique d'achat ou ne peuvent qu'accepter la réponse à l'offre donnée par le conseil d'administration. Gregory W. Werkheiser écrivait à ce sujet :

« In the course of upholding the board's conduct, the Delaware Supreme Court reformulated the proportionality aspect of the Unocal test while, at the same time, reaffirming the principles underlying that decision. Specifically, the reformulation involved the splintering of Unocal's proportionality prong into two segments: first, a determination of whether the challenged defensive action is "draconian" such that it precludes or coerces shareholders choice; and second, an evaluation of whether the board action, if not draconian, falls within the "range of reasonableness.»²²²

[166]Plus loin dans son texte, ce dernier rajoutait :

« Two forms of responses by target boards have attracted the increased scrutiny of the Delaware Courts : (1) Defensive responses characterized as coercive in that they leave shareholders with no rational choice but to accept the

²²¹ *Moran v. Household International*, 500 A2d 1346 (Del. 1985) À la page 1354. Voir également COX, Laura L. « *Poison Pills : Recent Developments in Delaware Law* » 58 U. Cin. L. Rev. 611. À la page 625. COHEN, Martin M. « *Poison Pills as a Negotiating Tool: Seeking a Cease-Fire in the Corporate Takeover Wars* » 1987 Colum. Bus. L. Rev. 459. À la page 497.

²²² WERKHEISER, Gregory W. « *Defending the corporate Bastion ; Proportionality and the Treatment of draconian defences from Unocal to Unitrin* » 21 Del. J. Corp. L. 103. À la page 104.

alternative presented by the board, and (2) preclusive responses that bar shareholder choice by denying them the opportunity to receive offers.»²²³

[167] Dans une autre affaire portée devant les tribunaux américains, ceux-ci ont interprété la notion de raisonnable de la mesure défensive de manière à vérifier si ladite mesure rendait mathématiquement impossible ou inatteignable l'objectif de l'offrant, ou la possibilité de lancer une course à la procuration afin de renommer les membres du conseil d'administration.²²⁴

[168] Cette règle de l'appréciation commerciale modifiée dans le cadre d'une offre publique d'achat fait donc en sorte que les tribunaux prennent une part plus active dans l'examen des décisions prises par les conseils d'administration de compagnies américaines, ce qui a pour effet de spécifier davantage les devoirs des administrateurs et circonscrire leur marge de manœuvre dans leur stratégie de faire échouer les offres publiques d'achat non sollicitées. Ainsi, comme le résumait Jean Turgeon, « lorsqu'il est manifeste que le contrôle de la société va changer de mains, le rôle des administrateurs doit se limiter à obtenir le meilleur prix possible pour les actionnaires. »²²⁵

²²³ WERKHEISER, Gregory W. « *Defending the corporate Bastion ; Proportionality and the Treatment of Draconian Defences from Unocal to Unitrin* » 21 Del. J. Corp. L. 103. À la page 109.

²²⁴ HENRY, Gilbert L. « *Continuing Directors Provisions ; These Next Generation Shareholder Rights Plans are Fair and Reasoned Responses to Hostile Takeover Measures* » 79 B. U L. Rev. 989, à la page 1017. Voir également WACHTER, Michael L. « *Takeover Defense when Financial Markets are (only) relatively efficient* » University of Pennsylvania Law Review Vol 151:787, à la page 788.

²²⁵ TURGEON, Jean. « *Les Mesures Défensives du Conseil d'Administration face à une Offre Publique d'achat* », dans Les mesures défensives en matière d'offres publique d'achat au

[169] Cette règle modifiée de l'appréciation commerciale ressemble énormément à la règle du 'proper purpose test' établie dans l'affaire *Tech* dont nous avons étudié la portée précédemment. En effet, les tribunaux américains analysent la raison qui a poussé les administrateurs à agir de la manière qu'ils l'ont faite en mettant en place un régime de droits de souscription d'actions. Les tribunaux américains examineront également la période où le régime de droits de souscription d'actions a été mis en place. Ainsi plus de temps se sera écoulé entre la mise en place du régime de droits de souscription d'actions et l'offre publique d'achat, plus les tribunaux seront enclins à être convaincus que les administrateurs auront agi de bonne foi, sans vouloir privilégier qui que ce soit. Ainsi, dans l'affaire *Desert Partners*, l'Honorable juge Holderman indiquait :

Canada. Sous la direction de Raymonde Crête, Les Éditions Yvon Blais, Cowansville, 1991 à la page 159. Voir également COX, Laura L., « *Poison Pills : Recent Developments in Delaware Law* » 58 U. Cin. L. Rev. 611 à la page 628. Voir également *Revlon, Inc. V. MacAndrews & Forbes Holding, Inc.* 506 A2d 173 (Del 1986) à la page 184, alors que la Cour écrivait : « When a Board ends an intense bidding contest on an insubstantial basis, and where a significant by-product of that action is to protect the directors against a perceived threat of personal liability for consequences stemming from the adoption of previous defensive measures, the action cannot withstand the enhanced scrutiny which Unocal requires of director conduct... The no-shop provision, like the lock-up option, while no per se illegal, is impermissible under the Unocal standards when a board's primary duty becomes than of an auctioneer responsible for selling the company to the highest bidder. » Voir également BROWN, Richard C. « *The Role of the Courts in Hostile Takeovers* » 93 Dick. L. Rev. 195. À la page 257. LOUNGNARATH, JR, Vilaysoun. « *L'acquisition des actions majoritaires des sociétés anonymes par offre publique d'achat ou par achat en bourse* » dans *Rapports canadiens au congrès international de droit comparé*, Athènes, 1994. Les Éditions Yvon Blais Inc, Cowansville, 1995. p. 448

« To overcome the directors' protection, Desert Partners must show that the directors acted solely or primarily to perpetuate themselves in office. In the case before this court, it is clear that the members of USG's Board did not adopt their poison pill in order to entrench themselves in office. First, USG's Board adopted the poison pill Rights plan before the need arose to respond to any particular takeover threat. »²²⁶

[170]De plus, les tribunaux considèrent que ce critère sera plus facilement rempli dans le cas où le conseil d'administration de la compagnie visée par l'offre publique d'achat est composé d'une majorité d'administrateurs externes.²²⁷

[171]Dans le cas où cette règle de l'appréciation commerciale modifiée n'est toujours pas rencontrée, les tribunaux américains peuvent tout de même ratifier la décision du conseil d'administration dans le cas où ils sont convaincus que la décision des administrateurs respecte le critère du "entire fairness decision" soit que la décision a tenu compte du fait que le prix offert n'est pas équitable et qu'il y a eu tentative de négociation de bonne foi de la part du conseil d'administration de la compagnie visée par l'offre publique d'achat, contrairement à la position prise par l'Initiateur, qui lui ne négociait pas de bonne foi.

²²⁶ *Desert Partners LP c. USG Corporation*. 686 F Supp 1289 à la page 1297.

²²⁷ BROWN, Richard C. «*The Role of the Courts in Hostile Takeovers*» 93 Dick. L. Rev. 195. À la page 240, alors que l'auteur explique la décision rendue par les tribunaux dans l'affaire *Unocal Corp v. Mesa Petroleum Co.* 493 A.2d 946 (Del. 1985).

[172] Ainsi les tribunaux américains, dans l'évaluation de la décision des administrateurs, examineront les deux mêmes critères que les tribunaux canadiens, mais de manière inverse. Tout d'abord, ils vérifieront si la décision a été prise en respectant les devoirs de loyauté des administrateurs envers la compagnie, pour ensuite voir si la décision a été prise à l'intérieur des pouvoirs qui étaient dévolus aux administrateurs et finalement se convaincre que la décision prise respectait les buts, pouvoirs et objectifs poursuivis par la compagnie. L'Honorable juge Getzendanner, dans l'affaire *Dynamics Corp c. CTS Corp.* résumait bien les critères à examiner en ces termes :

“ Under Delaware law, which the courts of Indiana appear to follow, a corporate board of directors which adopts defensive mechanisms in response to a takeover threat is recognized to be acting under a conflict of interests which calls for some enhanced judicial examination if their actions are challenged in court. Thus, the directors are under an initial burden to show that they exercised good faith and reasonable investigation in determining whether a danger of corporate policy exists, and to show that the defensive mechanism was reasonable in relation to the threat posed. Once the directors satisfy this burden, however, their actions are entitled to the presumptions of the business judgment rule, and a shareholder who challenges their actions must show that the primary purpose of the defensive mechanism was entrenchment.”²²⁸

Le devoir de conseiller les actionnaires

²²⁸ *Dynamics Corporation of America c. CTS Corporation* 635 F. Supp. 1174 à la page 1175.

[173] Nous notons dans l'arrêt *Peoples* que la Cour suprême, alors qu'elle effectuait une revue de la jurisprudence, a indiqué que les administrateurs pouvaient, en certaines occasions, avoir l'obligation d'agir avec prudence et diligence de manière à protéger certains groupes ayant contracté avec la compagnie. Nous sommes d'avis que ce pan de la décision de la Cour vient en quelque sorte créer, en période d'offre publique d'achat, une obligation pour le conseil d'administration de prendre en considération l'intérêt des actionnaires afin de faire augmenter le plus possible la valeur des actions visées dans l'offre publique d'achat. Cette obligation de veiller aux intérêts des actionnaires tire sa source des la législation en matière de valeurs mobilières, dont l'objectif principal est de veiller aux intérêts des investisseurs, qui sont, pour la plupart du temps, les actionnaires des compagnies. Ainsi, ces deux lois peuvent conduire à des impasses alors que l'intérêt de la compagnie diffère de l'intérêt des actionnaires. Alors, les administrateurs se retrouveront entre deux chaises, entre l'arbre et l'écorce. Nous croyons fermement que la mise en place d'un régime de droits de souscription d'actions en défense à une offre publique d'achat ne vient en aucun cas augmenter la valeur des actions, et du même souffle, ne favorise aucunement les intérêts des actionnaires.

[174] Comme nous l'avons vu rapidement ci-haut, dans un contexte d'offre publique d'achat, la *Loi sur les Valeurs mobilières* du Québec impose aux administrateurs l'obligation de conseiller les actionnaires relativement à la position à adopter en regard de cette offre qui leur a été soumise par l'initiateur.

En effet, les administrateurs doivent faire parvenir à chacun des actionnaires une circulaire d'informations ayant pour objet de communiquer aux actionnaires s'ils leurs conseillent ou non d'accepter l'offre soumise. En effet, le conseil d'administration est l'entité qui est la mieux placée pour donner une information juste, puisque ce sont ses membres qui connaissent la véritable valeur de la compagnie visée par l'offre publique d'achat, qui en connaissent tous les rouages et la manière dont elle se doit d'être gérée. Ainsi, ce sont ces mêmes personnes qui sont les plus compétentes pour évaluer l'offre soumise et savoir si elle représente la juste valeur de la compagnie.²²⁹

[175]Par conséquent, la *Loi sur les Valeurs mobilières* du Québec impose donc l'envoi d'une circulaire, laquelle doit inclure les recommandations des administrateurs, et les raisons qui sous-tendent leur décision. Les conseils d'administration peuvent donc prendre d'autres mesures afin d'assurer que les actionnaires aient toute l'information disponible afin de prendre une décision éclairée. Cependant, les mesures mises en place par les conseils d'administration ne doivent pas avoir pour effet de nier ou freiner le droit des actionnaires de se pencher sur l'offre publique d'achat déposée.

²²⁹ Le corpus législatif du Delaware est au même effet : c'est au conseil d'administration qu'il revient d'évaluer si une offre publique d'achat est bonne ou non, le conseil d'administration fait la recommandation d'accepter ou de refuser cette offre publique d'achat, mais c'est aux actionnaires que revient l'opportunité, après avoir été conseillé, de trancher. Voir à cet effet LIPTON, Martin et Paul K Rowe. «*Pills Polls and Professors : A Reply to Professor Gilson*» 27 Del. J. Corp. L. 1. À la page 28.

[176]Aux Etats-Unis, l'obligation de conseiller les actionnaires est également présente et la décision *Revlon* en a fixé les balises. En effet, les tribunaux américains ont indiqué que les mesures défensives mises en place par les conseils d'administration devaient être raisonnables par rapport à la menace découlant de la présentation de l'offre publique d'achat. Ainsi, les conseils d'administration ne peuvent pas seulement indiquer qu'ils conseillent fortement de rejeter l'offre, mais d'indiquer pourquoi les actionnaires devraient la rejeter.

LES RECOURS POUR CONTRER UN RÉGIME DE DROITS DE SOUSCRIPTION D' ACTIONS

[177] Dans le cas où le conseil d'administration met en place un régime de droits de souscription d'actions, que peuvent faire les différents acteurs?

La plainte à l'Autorité des Marchés financiers

[178] Dans un premier temps, l'initiateur peut porter plainte auprès de l'Autorité des Marchés financiers afin que cette dernière vérifie si le régime de droits de souscription d'actions mis en place respecte le corpus législatif et réglementaire en matière de valeurs mobilières, notamment l'Avis 62-202. En effet, les autorités en valeurs mobilières se pencheront sur l'opportunité que le régime de droits de souscription d'actions demeure ou s'il n'a plus sa raison d'être, en raison qu'une offre concurrente est lancée, permettant ainsi aux actionnaires de faire un choix entre les deux offres, comme ce fut le cas notamment dans l'affaire *Canadian Jorex*, alors que les commissaires ont décidé que « the pill has got to go. »²³⁰

[179] Les autorités en matière de valeurs mobilières prendront en compte divers éléments avant de décider que le régime de droits de souscription

²³⁰ *Canadian Jorex Limited c. Mannville Oil & Gas Ltd.* (1992) 15 O.S.C.B. 257. À la page 263-264 et 265.

d'actions doit céder sa place. Le premier élément sera le risque que l'initiateur, à plus ou moins brève échéance, retire son offre²³¹.

Le risque de retrait de l'offre

[180] Les autorités en matière de valeurs mobilières, comme nous l'avons vu précédemment, prônent le libre choix de l'actionnaire de décider s'il tend ou non ses actions en réponse à l'offre publique d'achat. Par exemple, dans l'affaire *Canadian Jorex* précitée, Mannville avait lancé une offre publique d'achat sur Canadian Jorex, dont le conseil d'administration avait qualifié l'offre de non autorisée et avait mis en place un régime de droits de souscription d'actions. Dans l'intervalle, le conseil d'administration avait réussi à ce qu'une offre concurrente fut déposée par l'intermédiaire de Trans-Artic, offre qui fut considérée comme étant autorisée au sens du régime de droits de souscription d'actions, donc qui ne libérait aucun droit de souscription. Mannville se plaignit donc de discrimination et menaça de retirer son offre publique d'achat. Les tribunaux, devant cette menace et devant le traitement préférentiel de l'offre de Trans-Artic, ont décidé que le régime de droits de souscription d'actions devait céder le pas et qu'il était préférable que les lois du marché régissent cette surenchère, et ce avec le moins d'entrave possible. Conserver le régime de droits de souscription d'actions actif aurait

²³¹ Notamment, *Canadian Jorex Limited and Mannville Oil & Gas Limited*. (1992) 15 O.S.C.B. 257; *Lac Minerals Ltd c. Royal Oak Mines Inc.* (1994) 17 O.S.C.B. 4963.; *Ivanhoe III inc. C. Centres commerciaux Cambridge Limitée*, (1999) 30 BCVMQ #7, 9;

tout simplement tué la surenchère et laissé la voie libre à Trans-Artic, et du même coup, empêché les actionnaires de choisir entre les deux offres publiques d'achat²³². Dans les affaires *Royal Oak Mines* et *Ivanhoe* précitées, il fut décidé que le régime de droits de souscription pouvait, un certain temps encore, menacer l'offre publique d'achat, puisque la surenchère n'était pas pleinement lancée. Cependant, les tribunaux ont clairement laissé savoir qu'à l'expiration d'un délai d'une dizaine de jours, ils n'hésiteraient pas à mettre hors d'application ledit régime de droits de souscription d'actions.

La meilleure offre

[181] Dans un deuxième temps, les autorités en matière de valeurs mobilières vérifient si, sans le régime de droits de souscription d'actions, il y a possibilité qu'une meilleure offre soit soumise. En effet, les administrateurs plaident souvent qu'ils ont besoin de davantage de délais afin qu'une offre publique d'achat soit reçue, soit qu'une offre publique de rachat d'actions soit lancée par la compagnie ciblée par l'offre publique d'achat, de manière à ce que les actionnaires investisseurs qui pourraient être tentés d'accepter le prix offert dans l'offre publique d'achat soumettent leurs actions à la compagnie elle-même qui rachètera ces actions pour ensuite les annuler, faisant ainsi diminuer le bassin d'actionnaires qui sont considérés comme indifférents à la compagnie visée.

²³² Re *Canadian Jorex Limited and Mannville Oil & Gas Limited*. (1992) 15 O.S.C.B. 257.

[182]Par conséquent, dans l'affaire *Canadian Jorex*, lorsque le régime de droits de souscription d'actions fut invalidé, la mesure avait atteint son but : susciter une offre concurrente.

[183]Nous sommes d'avis qu'en augmentant la durée minimale de l'offre publique d'achat, laquelle est passée de vingt et un (21) jours à trente-cinq (35) jours, cet objectif sera plus facilement atteint et rendra moins défendable un régime de droits de souscription d'actions. Cependant force est de constater que trente-cinq (35) jours est tout de même un délai assez court pour susciter des offres concurrentes intéressantes.

[184]Une application claire de ce critère est l'affaire *Chapters*²³³. Trilogy avait lancé une offre publique d'achat sur Chapters, laquelle avait répondu par l'entremise de Future Shop par une offre publique d'achat qui avait été qualifiée d'autorisée selon le régime de droits de souscription d'actions. Chapters demandait que le régime de droits de souscription d'actions demeure en vigueur jusqu'à l'expiration de l'offre de Future Shop. Les tribunaux ont alors décidé que cette manière de faire contrevenait au principe de la meilleure offre, car elle avantageait l'offre de Future Shop, puisque l'offre de Trilogy était toujours soumise au régime de droits de souscription d'actions. Ainsi, la surenchère ne pouvait donc se poursuivre.

²³³ Chapters inc. C. Trilogy Retail Enterprises LP 7 mars 2001. OSC.

La coercition

[185]Un troisième élément examiné quant à l'opportunité de conserver un régime de droits de souscription d'actions est le caractère coercitif de l'offre publique d'achat. On entend par coercitive, une offre publique d'achat qui pousse les actionnaires à déposer leurs actions non pas parce qu'ils croient que l'offre qui leur est soumise est la meilleure, mais que s'ils ne déposent pas leurs actions, il en résultera une baisse marquée de leur possibilité de trouver un marché pour acquérir par la suite leurs actions, par conséquent, une baisse marquée de la valeur de celles-ci. Ainsi plus l'offre sera coercitive, plus les autorités en matière de valeurs mobilières seront tentées de laisser en place le régime de droits de souscription d'actions.²³⁴

La ratification par les actionnaires de la mesure.

[186]Un point que les commissaires et les tribunaux examineront également est l'accueil réservé au régime de droits de souscription d'actions par les actionnaires et le moment où cette approbation fut obtenue par le conseil d'administration. En effet, dans le cas où les actionnaires, avec une majorité claire, quelques temps seulement avant que l'offre d'achat ne soit déposée,

²³⁴ Voir à cet effet *CW Shareholdings inc. C. Wic Western International Communications Ltd* (1998) 21 OSCB 2899.

entérineraient un régime de droits de souscription d'actions, les autorités en matière de valeurs mobilières, compte tenu de l'intérêt-proprétaire des actionnaires, n'hésiteraient pas à soutenir la validité du régime de droits de souscription pour quelques temps supplémentaires. Cependant, comme l'a souligné la commission dans l'affaire *Regal*²³⁵, La commission n'hésitera pas à invalider le régime de droits de souscription d'actions dans le cas où celui-ci ne donnerait pas les résultats escomptés après trois semaines, ceux de produire une surenchère.

Le recours en vertu de l'article 265 de la *Loi sur les Valeurs mobilières*

[187]De plus, l'*Autorité des Marchés financiers* pourrait également se fonder sur les pouvoirs discrétionnaires qui lui sont dévolus en vertu de l'article 265 de la *Loi sur les Valeurs mobilières*, afin d'encadrer une transaction relative à des valeurs mobilières tels une offre publique d'achat ou un régime de droits de souscription d'actions qui respecterait les exigences légales et réglementaires. Cependant, l'*Autorité des Marchés financiers* sera très réticente à invoquer cet article compte tenu que la loi ne serait pas violée. Il faudra alors prouver que la transaction visée est contraire à l'intérêt public, malgré le fait qu'il n'y ait aucune contravention à la Loi, que celle-ci est inéquitable, et qu'elle a un impact négatif sur le fonctionnement du marché. Ce

²³⁵ *MDC Corporation c. Regal Greetings & Gifts inc.* (1994) 17 OSCB 4971.

n'est que lorsque tous ces éléments sont prouvés que *l'Autorité des Marchés financiers* interviendra.²³⁶

[188]Cet article 265 édicte :

« Le Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières peut interdire à une personne toute activité en vue d'effectuer une opération sur valeurs.

Il peut également interdire à une personne ou à une catégorie de personnes toute activité reliée à des opérations sur une valeur donnée. »²³⁷

[189]Cet article peut être invoqué par *l'Autorité des Marchés financiers* sans qu'aucune violation de la *Loi sur les Valeurs mobilières* et ou de ses règlements n'ait eu lieu. Étant donné que l'émission d'actions constitue une activité reliée à une opération sur valeurs, *l'Autorité des Marchés financiers* a le pouvoir, par le biais du *Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières*, d'interdire la mise en place d'un régime de droits de souscription d'actions en tant que mesure défensive à une offre publique d'achat, en raison du fait que cette mesure prise par les administrateurs ne respecterait pas l'esprit de la Loi, et ce, malgré le fait qu'elle respecterait la lettre de la *Loi sur les Valeurs mobilières* du Québec.

²³⁶ LOUNGNARATH, JR, Vilaysoun. « *L'acquisition des actions majoritaires des sociétés anonymes par offre publique d'achat ou par achat en bourse* » dans *Rapports canadiens au congrès international de droit comparé*, Athènes, 1994. Les Éditions Yvon Blais Inc, Cowansville, 1995. p. 440-441, alors que le professeur Loungnarath explique l'affaire Canadian Tire Corp. (1987) 18 B.C.V.M.Q. no 14 pp A1-A31.

²³⁷ *Loi sur les Valeurs mobilières*, art. 265.

Le jugement déclaratoire

[190] Dans le cas où aucune offre publique d'achat concurrente n'est reçue par la compagnie visée par l'offre publique d'achat de l'initiateur, ce dernier peut soumettre à la Cour une requête en jugement déclaratoire, en vertu des articles 448 et 453 du *Code de Procédure civile du Québec*²³⁸. En effet, un Tribunal peut être appelé à statuer et interpréter les conditions donnant ouverture à la mise en place d'un régime de droits de souscription, ou comme dans le cas *United Grain Growers Ltd c. 3339351 Canada Ltd* précité²³⁹, une interprétation de la notion de personnes affiliées ou liées à l'initiateur, aidant à résoudre une difficulté réelle, savoir le pourcentage de détention des actions par un initiateur ou des personnes qui lui sont liées.

²³⁸ L'article 448 du *Code de procédure civile du Québec* édicte : « Lorsque des parties ne s'entendent pas sur une question de droit susceptible de donner lieu à un litige entre elles, tout en s'accordant sur les faits, elles peuvent soumettre leur différend au tribunal pour décision. Elles produisent au greffe, conjointement, une requête introductive d'instance, laquelle contient un exposé de la question litigieuse et des faits qui y donnent lieu, ainsi que leurs conclusions respectives. Les parties joignent à leur requête un projet d'entente quant au calendrier des échéances. » L'article 453 du *Code de procédure civile du Québec* édicte quant à lui : « Celui qui a intérêt à faire déterminer, pour la solution d'une difficulté réelle, soit son état, soit quelque droit, pouvoir ou obligation, pouvant lui résulter d'un contrat, d'un testament, ou de tout autre écrit instrumentaire, d'une loi, d'un arrêté en conseil, d'un règlement ou d'une résolution d'une municipalité, peut, par requête introductive d'instance, demander un jugement déclaratoire à cet effet. »

²³⁹ *United Grain Growers Ltd c. 3339351 Canada Ltd*. [1997] M.J. 111.

Le recours en injonction

[191] L'initiateur peut également soumettre à la Cour supérieure une demande en injonction provisoire, interlocutoire et permanente enjoignant au conseil d'administration de ne pas donner suite au régime de droits de souscription d'actions. Pour ce faire, l'initiateur devra, pour réussir dans son recours en injonction provisoire, interlocutoire et permanente, établir qu'il respecte les critères établis pour bénéficier de cette mesure. Ainsi, il devra, au stade provisoire, établir qu'un droit est mis en péril, qu'il est urgent de prendre les mesures nécessaires pour faire respecter ses droits et que la balance des inconvénients joue grandement en sa faveur. Donc, en appliquant ces critères aux faits entourant la mise en place d'un régime de droits de souscription d'actions, le droit d'acquérir des actions par le biais d'une offre publique d'achat est mis en péril par les gestes du conseil d'administration. Certains pourraient être tentés de plaider que ce n'est pas le droit de soumettre une offre publique d'achat qui est mis en péril, mais que si péril il y avait, ce serait plutôt le droit des actionnaires de se prononcer sur l'offre publique d'achat qui pourrait être en péril. Dans un deuxième temps, il est indéniable que le critère de l'urgence sera rempli si les délais entre la mise en place d'un régime de droits de souscription d'actions et le dépôt des procédures judiciaires sont très courts. Étant donné que la durée d'une offre publique d'achat est d'environ trente-cinq (35) jours, nous sommes d'avis que ce critère serait rempli assez facilement. Pour ce qui est de la balance des inconvénients, le plaignant devra

établir qu'il subira davantage d'inconvénients si la mesure demeure en place que si elle est suspendue. Selon nous, en établissant le caractère discriminatoire de la mesure défensive à une offre publique d'achat, faisant du même coup augmenter le coût de l'acquisition, l'initiateur devrait réussir à convaincre les tribunaux qu'il subit un préjudice, soit qu'il est traité de manière discriminatoire. De plus, l'initiateur pourra également plaider que la libération des droits de souscription d'actions causera un préjudice irréparable en raison du fait qu'il retirera son offre et que les actionnaires ne pourront exercer leur droit de vendre leurs actions à un prix plus élevé que celui du marché. D'un autre côté, le conseil d'administration ou la compagnie ne souffre peu du fait que le régime de droits de souscription d'actions soit suspendu, autrement qu'ils pourraient alléguer, comme devant les autorités en matière de valeurs mobilières que le retrait immédiat du régime de droits de souscription d'actions ne permettrait en aucun cas de solliciter d'autres offres concurrentes et ainsi lancer une surenchère, et ce, à l'entier et unique bénéfice des actionnaires investisseurs. Par conséquent, nous sommes d'avis que les tribunaux traiteront le régime de droits de souscription d'actions de la même manière que l'ont traité les autorités en matière de valeurs mobilières et que s'ils n'invalident pas ledit régime au stade provisoire, ils n'hésiterons pas à le faire au stade interlocutoire ou permanent, alors que la balance des inconvénients jouera grandement en faveur des actionnaires et de l'initiateur, ce qui rejoint l'interprétation et l'application de *l'Avis 62-202* par les autorités en matière de valeurs mobilières. Cependant, afin qu'une injonction puisse être émise, le

requérant doit avoir épuisé tous les autres recours qui s'ouvrent à lui. Or, il est possible pour un initiateur, ou tout autre actionnaire, de demander une assemblée générale des actionnaires pour confirmer ou infirmer, en temps opportun, les gestes posés par le conseil d'administration. Par conséquent, la compagnie ou les actionnaires à qui l'offre est lancée pourraient soulever avec un certain succès ce moyen d'irrecevabilité, comme en ont décidé les tribunaux américains, notamment dans l'affaire *Moran*²⁴⁰.

Le recours en oppression

[192]En raison du caractère discriminatoire du régime de droits de souscription d'actions en tant que mesure défensive à une offre publique d'achat, nous sommes d'avis que l'initiateur²⁴¹ pourrait, lorsque la mise en place d'une telle mesure est effectuée de mauvaise foi, tenter un recours en oppression en vertu de l'article 241 de la *Loi canadienne sur les Sociétés par Actions*²⁴², dans le cas où la personne morale visée par l'offre publique d'achat

²⁴⁰ *Moran c Household International*, 500 a2d à la page 1354.

²⁴¹ MARTEL, Paul, «*Le recours pour oppression en vertu de la Loi canadienne sur les sociétés par actions*» Développements récents en droits des affaires (2003) Service de formation permanente du Barreau du Québec 2003. EYB2003DEV539.

²⁴² L'article 241 de la *Loi canadienne sur les Sociétés par Actions* se lit ainsi :« (1) Tout plaignant peut demander au tribunal de rendre les ordonnances visées au présent article. (2) 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 leur 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. (3) Le tribunal peut, en donnant suite aux demandes visées au présent article, rendre les ordonnances provisoires ou définitives qu'il estime

est une personne morale régie par la *Loi canadienne sur les Sociétés par Actions*, ou en vertu de l'article 33 du *Code de procédure civile* du Québec, dans le cas où la personne morale est régie par la *Loi sur les Compagnies* du Québec²⁴³. En effet, pour réussir un tel recours, il est nécessaire pour le plaignant d'établir que ses droits ont été bafoués²⁴⁴, ou qu'il est victime de discrimination, ce qui a été démontré dans la deuxième partie de ce mémoire. La jurisprudence²⁴⁵ a ainsi développé la théorie des « attentes légitimes » de l'actionnaire. René R. Gauthier dénote cinq éléments qui composent la notion d'attente légitime, à savoir, le degré de subjectivité, une concordance aux

pertinentes pour notamment : a) empêcher le comportement contesté; b) nommer un séquestre ou un séquestre-gérant; c) régler les affaires internes de la société en modifiant les statuts ou les règlements administratifs ou en établissant ou en modifiant une convention unanime des actionnaires; d) prescrire l'émission ou l'échange de valeurs mobilières; e) faire des nominations au conseil d'administration, soit pour remplacer tous les administrateurs en fonction ou certains d'entre eux, soit pour en augmenter le nombre; f) enjoindre à la société, sous réserve du paragraphe (6), ou à toute autre personne, d'acheter des valeurs mobilières d'un détenteur; g) enjoindre à la société, sous réserve du paragraphe (6), ou à toute autre personne, de rembourser aux détenteurs une partie des fonds qu'ils ont versé pour leurs valeurs mobilières; h) modifier les clauses d'une opération ou d'un contrat auxquels la société est partie ou de les résilier, avec indemnisation de la société ou des autres parties; i) enjoindre à la société de lui fournir, ainsi qu'à tout intéressé, dans le délai prescrit, ses états financiers en la forme exigée à l'article 155, ou de rendre compte en telle autre forme qu'il peut fixer; j) indemniser les personnes qui ont subi un préjudice; k) prescrire la rectification des registres ou autres livres de la société, conformément à l'article 243; l) prononcer la liquidation et la dissolution de la société; m) prescrire la tenue d'une enquête conformément à la partie XIX; n) soumettre en justice toute question litigieuse. »

²⁴³ Comme l'explique Raymonde Crête dans son article intitulé « *Les actionnaires minoritaires des compagnies québécoises : Qu'en est-il de leur recours en cas d'oppression?* », publié sous Vol 19, *Canadian Business Law Journal* [1991] 49, à la page 50, la *Loi sur les Compagnies* ne prévoit aucun recours général en cas d'oppression par un actionnaire majoritaire, il faut se rabattre sur l'article 33 du *Code de procédure civile du Québec*, lequel confère aux Tribunaux les pouvoirs généraux de surveillance et de contrôle, lesquels pouvoirs permettent d'intervenir dans la conduite des affaires des corporations québécoises.

²⁴⁴ Raymonde Crête, dans son article intitulé « *Les actionnaires minoritaires des compagnies québécoises : Qu'en est-il de leur recours en cas d'oppression?* » publié sous Vol 19, *Canadian Business Law Journal* [1991] 49, à la page 80, considère qu'une mesure ayant pour effet de causer une dilution de détention d'actions constitue un abus de droit donnant ouverture à un recours de nature personnelle intenté par les actionnaires contre les administrateurs ou les actionnaires majoritaires.

²⁴⁵ Voir notamment *Ebrahim c. Westbourne Galleries Limited* [1973] A.C. 360.; *Krela c. Orthosoft inc.* JE 2001-632 (CS); *Laurent et al. C. Buanderie Villeray et al.* REJB 2001-28096.

usages courants, une corrélation à la bonne foi, la probité et la confiance mutuelle, des éléments essentiels au droit des sociétés, une présence sous-jacente et un attribut de la règle du juste et équitable.²⁴⁶

Le degré de subjectivité

[193]Cet élément peut être résumé comme étant qu'il ne faut pas percevoir la compagnie comme étant une structure rigide, dépourvue de personnalité. La compagnie est une entité composée de personnes qui ont chacune des valeurs.

Une concordance aux usages courants

[194]Quant à lui, cet élément se décrit comme le fait qu'une relation personnelle, basée notamment sur la confiance mutuelle entre les parties, se construit entre chacune des personnes formant la compagnie. Dans une société publique, cette confiance se bâtit notamment par le biais des déclarations publiques de la société²⁴⁷.

²⁴⁶ GAUTHIER, René R. «*L'approche civiliste de l'utilisation du concept d'attente légitime comme source de droits pour l'actionnaire d'une compagnie Québec inc.*» Développements récents en litige commercial (2007). Service de la formation continue du Barreau du Québec. 2007 EYB2007DEV1368.

²⁴⁷ MARTEL, Paul, «*Le recours pour oppression en vertu de la Loi canadienne sur les sociétés par actions*» Développements récents en droits des affaires (2003) Service de formation permanente du Barreau du Québec 2003. EYB2003DEV539, alors qu'il réfère à la décision *Gazit (1997) Inc c. Centrefund Realty Corp.* (2000) 8 B.L.R. (3rd)81

Une corrélation à la bonne foi, la probité et la confiance mutuelle

[195]Cet élément de l'attente légitime se traduit notamment par la question suivante : est-ce équitable le fait de permettre à l'un des partenaires de la relation d'affaires d'user de ses droits de manière à causer préjudice à l'autre partenaire?

Une présence sous-jacente

[196]Cette présence sous-jacente que l'on retrouve à l'intérieur du concept d'attentes légitimes se justifie par les principes de justice et d'équité développés au cours du temps et que dans le cas où ces principes ne soutiennent plus les actions de la compagnie, alors, l'association entre les diverses parties arrive à la croisée des chemins.

Un attribut de la règle du juste et équitable

[197]Le dernier élément de cette notion d'attente légitime des actionnaires se définit comme le devoir d'agir de bonne foi, de manière à ne causer aucun abus de pouvoir.

[198]Stéphane Rousseau et Raymonde Crête, dans *Droits des Sociétés*, résumant fort bien la notion d'attentes légitimes en ces termes :

« À l'instar de ces dispositions, le recours en cas d'iniquité énoncé à l'article 241 de la loi canadienne constitue une manifestation marquante de l'équité, puisqu'il confère aux tribunaux le pouvoir d'apprécier le caractère juste des actes d'une société non seulement en regard des droits explicitement reconnus, mais également en tenant compte des intérêts implicites des personnes protégées. En évaluant ces intérêts, dont le contenu est fort variable, les tribunaux peuvent ainsi déroger au droit strict lorsque l'application de celui-ci s'avère inéquitable à l'égard de ces personnes. Ils peuvent également exercer une fonction supplétive en comblant les carences des ententes expresses intervenues entre les parties. Grâce à cette mesure de redressement, les personnes placées dans une position faible ou vulnérable, tels les actionnaires minoritaires qui normalement doivent se plier aux vœux de la majorité, bénéficient ainsi qu'un mécanisme de contrôle judiciaire lorsque les actes contestés, bien que conformes aux règles prescrites, portent injustement atteinte à leurs intérêts.²⁴⁸ »

[199] Ainsi, l'initiateur pourrait demander à ce que ses droits soient respectés, donc qu'il pourrait se prévaloir des droits de souscription d'actions au même titre que tout autre actionnaire, que le régime de droits de souscription d'actions soit annulé, ou à son choix, de se faire racheter ses actions à leur juste valeur marchande. Dans le cas où l'initiateur demandait de se prévaloir, au même titre que les autres actionnaires, du régime de droits de souscription d'actions, et que cette demande lui était accordée, la réussite de l'offre publique d'achat serait d'autant plus facile que l'initiateur augmenterait sa participation à un coût moindre, tel que démontré précédemment.

²⁴⁸ ROUSSEAU, Stéphane et Raymonde Crête «Droit des sociétés par actions» Montréal, Éditions Thémis 2002 p. 758.

[200]Mais, plus souvent qu'autrement, l'initiateur qui se plaindra d'oppression demandera que le régime de droits de souscription d'actions soit invalidé, déclaré nul et sans effet, ce qui aura pour effet de permettre aux actionnaires de se pencher sur l'offre soumise et décider d'eux-mêmes si l'offre est satisfaisante. Un tel recours en oppression fut intenté par *347883 Alberta Ltd contre Producers Pipelines inc* dont jugement fut rendu par la Cour d'appel, lequel est répertorié sous *Alberta Ltd c. Producers Pipelines Inc.* [1991] 4 W.W.R. 577. Il fut alors décidé que *347883 Alberta Ltd* fut victime d'oppression et que le conseil d'administration n'avait pas agi de bonne foi dans le meilleur intérêt de la compagnie, et qu'en conséquence, la Cour a décidé d'invalidier le régime de droits de souscription d'actions et de prolonger l'offre publique d'achat de quarante-cinq (45) jours, de manière à permettre aux actionnaires de se pencher sur l'offre publique d'achat qui leur était faite.²⁴⁹

[201]En raison des délais très courts en matière d'offre publique d'achat et des délais beaucoup plus imposants de l'appareil judiciaire, il est nécessaire de joindre au recours en oppression, une demande d'ordonnance de sauvegarde et une demande interlocutoire, de manière à ce que le plaignant ne subisse pas les dommages découlant de l'application du régime de droits de souscription d'actions en tant que mesure défensive à une offre publique d'achat.

²⁴⁹ *Alberta Ltd c. Producers Pipelines Inc.* [1991] 4 W.W.R. 577 à la page 603.

[202] En défense à ces procédures, le conseil d'administration jouit cependant d'un atout majeur : celui-ci peut faire entériner ses décisions et les actions qu'il a posées par une assemblée spéciale des actionnaires. Le cas échéant, les tribunaux ont été particulièrement sensibles aux résultats, en raison de la règle de la démocratie corporative. Ainsi, les tribunaux voudront faire preuve de déférence dans le cas où les actionnaires ont entériné les décisions et les actions posées²⁵⁰. Nous ne pouvons concourir à cette opinion. En effet, nous sommes d'avis que si des gestes illégaux ont été posés, les tribunaux doivent prendre les mesures nécessaires qui s'imposent afin que les droits de chacun soient respectés. En effet, nous considérons que le fait que les actionnaires, réunis en assemblée spéciale des actionnaires, ne peuvent se soustraire à la Loi, et qu'en conséquent, ces derniers doivent être tenus responsables en cas d'abus ou de violation d'une règle de droit. En effet, un tribunal ne devrait entériner une émission d'actions effectuée en application d'un régime de droits de souscription d'actions que si cette souscription d'actions ne comporte pas une discrimination illégale entre les actionnaires,

²⁵⁰ C'est ainsi que s'exprimait Claude G. Rioux, à la page 45 de son texte intitulé « Description et légalité de certaines mesures défensives au Canada » dans *Mesures défensives en matière d'offres publiques d'achat au Canada*. Les Éditions Yvon Blais, Cowansville, 1991. à la page 19: « Mais plus particulièrement dans le cas des pilules empoisonnées, le fait que leur adoption doit, au Canada, être soumise à l'approbation des actionnaires a, selon nous, pour effet de valider les gestes et décisions des administrateurs en regard des devoirs fiduciaires que leur impose la loi. Il serait donc difficile d'attaquer juridiquement la validité d'une pilule empoisonnée sous cet angle. » Voir également MARTEL, Paul, « *Le recours pour oppression en vertu de la Loi canadienne sur les sociétés par actions* » Développements récents en droits des affaires (2003) Service de formation permanente du Barreau du Québec 2003. EYB2003DEV539.

c'est-à-dire, qu'un ou plusieurs actionnaires se voient refuser le droit de souscrire à cette émission d'actions²⁵¹.

[203] Nous notons cependant que les tribunaux sont de plus en plus réticents à intervenir dans le cadre d'un recours en oppression basé sur des mesures défensives à une offre publique d'achat. En effet depuis la décision *Gazit*, les tribunaux considèrent que la mise en place d'un régime de droits de souscription d'actions est possible, si celui-ci respecte les critères établis à l'aide de l'*Avis 62-202* et des devoirs de loyauté des administrateurs envers les actionnaires, et ce, dans le but de maximiser la valeur des actions²⁵².

[204] De plus, les tribunaux pourraient être réticents à se pencher sur les recours ci-haut expliqués en raison de l'existence de l'*Autorité des Marchés financiers*, une entité gouvernementale chargée d'appliquer la *Loi sur les Valeurs mobilières* du Québec et ses règlements, au sein de laquelle siège un tribunal spécialisé en matière de valeurs mobilières. Or, nous sommes d'avis que bien que l'*Autorité des Marchés financiers* détient une expertise de pointe dans ce domaine, elle n'est aucunement habilitée à décider des injonctions ou à se pencher sur des notions puisées dans des lois autres que la *Loi sur les Valeurs mobilières* du Québec. En effet, en raison du libellé de l'article 751 du

²⁵¹ MARTEL, Paul, «*Le recours pour oppression en vertu de la Loi canadienne sur les sociétés par actions*» Développements récents en droits des affaires (2003) Service de formation permanente du Barreau du Québec 2003. EYB2003DEV539

²⁵² MARTEL, Paul, «*Le recours pour oppression en vertu de la Loi canadienne sur les sociétés par actions*» Développements récents en droits des affaires (2003) Service de formation permanente du Barreau du Québec 2003. EYB2003DEV539

Code de procédure civile du Québec, le seul tribunal compétent pour décider d'une injonction est la cour supérieure.

[205] En guise de conclusion, nous avons tout d'abord tenté de cerner chacune des règles de droit qui peuvent intervenir dans la mise en place d'un régime de droits de souscription d'actions, tant du côté de la *Loi sur les Valeurs mobilières*, que les lois constitutives de personnes morales que sont le *Code civil du Québec*, la *Loi canadienne sur les Sociétés par Actions* et la *Loi sur les Compagnies*. Nous avons par la suite énuméré les principales raisons avancées par les personnes qui prônent la mise en place des régimes de droits de souscription d'actions en tant que mesure défensive à une offre publique d'achat pour ensuite vérifier que les buts recherchés par l'implantation de ces mesures étaient pour la plupart comblés par la législation québécoise. Nous avons vu notamment que la mise en place d'une telle mesure défensive n'augmentait pas nécessairement la possibilité de surenchère, probablement en raison de la hausse des coûts de préparation d'une offre par une tierce personne suscitée par la crainte que son offre ne soit pas soutenue par le conseil d'administration et qu'elle soit considérée non sollicitée et donc soumise au régime de droits de souscription d'actions. De plus, en raison du flou juridique relatif à cette mesure, il est possible que l'initiateur, en établissant la valeur de l'action visée dans l'offre publique d'achat qu'il prépare, conserve une marge de manœuvre dans le cas où aucun régime de droits de souscription d'actions n'est en place. Ainsi, la valeur unitaire de l'action sera moindre en raison du

risque que le conseil d'administration mette en place une telle mesure pendant que l'offre publique d'achat d'actions suit son cours.

[206] Dans un deuxième temps, nous concluons que la mise en place d'un régime de droits de souscription d'actions en tant que mesure défensive à une offre publique d'achat est illégale en raison qu'elle ne respecte pas les principes corporatifs fondamentaux, à savoir le principe d'égalité entre les actionnaires et le principe de l'objectif de financement des émissions d'actions. De plus, il a été démontré que la mise en place d'une telle mesure défensive est contraire aux devoirs de loyauté et obligations d'agir de manière prudente et diligente des administrateurs. Cependant, les autorités en matière de valeurs mobilières tolèrent la mise en place d'un tel régime, en raison du fait que cette mesure constitue un pouvoir de négociation accru et vise, lorsque utilisée de manière adéquate, vise les mêmes objectifs que la *Loi sur les Valeurs mobilières*.

[207] Par conséquent, nous sommes d'avis que les tribunaux supérieurs ne devraient pas refuser de se pencher sur la légalité d'un régime de droits de souscription et ne devraient surtout pas faire preuve de déférence envers les tribunaux administratifs en matière de valeurs mobilières. En effet, ces tribunaux administratifs ont, à plusieurs occasions, réitéré que leurs fonctions n'étaient pas de décider de la légalité du régime de droits de souscription d'actions, mais de vérifier si le temps était venu pour rendre le régime

inopposable à tous. En effet, la protection du droit de l'actionnaire investisseur de choisir devant une offre publique d'achat est l'un des principes qui sous-tend la démarche de ces autorités en matière de valeurs mobilières. Nous devons garder en mémoire qu'il revient à l'actionnaire de décider si l'offre publique d'achat lui est favorable ou non et s'il entend l'accepter ou non. Le conseil d'administration ne peut qu'agir à titre de conseiller et à cet effet, évaluer l'offre publique d'achat et soumettre ses recommandations aux actionnaires. Étant donné le flou juridique, nous sommes d'avis qu'un amendement à la *Loi sur les Valeurs mobilières* du Québec ou que l'édiction d'un règlement portant sur les régimes de droits de souscription d'actions à titre de mesure défensive à une offre publique d'achat s'impose afin d'éliminer cette pratique. Une autre façon de protéger davantage les actionnaires du risque qu'un régime de droits de souscription d'actions soit mis en place est d'octroyer à l'*Autorité des Marchés financiers* compétence pour juger des différends reliés aux statuts constitutifs des compagnies, notamment à la discrimination entre des actionnaires. Le législateur québécois ayant lancé récemment des consultations sur une réforme du droit corporatif québécois ayant pour mandat de rendre la loi québécoise la plus compétitive en Amérique et à l'avant-garde, il sera intéressant de voir quel sort sera réservé aux régimes de droits de souscription d'actions.

BIBLIOGRAPHIE

LÉGISLATION

Code civil du Québec, L.Q. 1991, c. 64.

Loi canadienne sur les Sociétés par Actions. L.R.C. 1985, c. C-44.

Loi modifiant la Loi sur les Valeurs mobilières et d'autres Dispositions législatives (2004), chapitre 37

Loi sur l'Autorité des Marchés financiers. L.R.Q. c. A-33.2

Loi sur les Compagnies. L.R.Q. c. C-38.

Loi sur les Valeurs mobilières. L.R.Q., c. V-1.1.

RÈGLEMENTATION

Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus et d'inscription. L.R.Q., c. V-1.1 r. 0.1.001.

Règlement 62-104 sur les Offres publiques d'Achat et de Rachat. L.R.Q. c. V-1.1. r.0.1.04.

Règlement sur les Valeurs mobilières. L.R.Q. c. V-1.1, r. 1.

NORMES

Avis 62-202 relatif aux Mesures de Défense contre une Offre Publique d'Achat. Bulletin hebdomadaire. 2003-07-18 Vol XXXIV #28.

Avis – Instruction générale # 51-201 relative aux lignes directrices en matière de communication de l'information et abrogation de l'Instruction générale # C-40 – Information occasionnelle, [2002] Vol. XXXII, #21 BCVMQ

Instruction générale C-40

Instruction Générale Q-27.

National Policy No. 38 de la Canadian Securities Administrators.

JURISPRUDENCE CANADIENNE

347883 Alberta Ltd v. Producers Pipelines inc. [1991] 4 W.W.R. 577.

BCE inc. (arrangement relatif à) 2008 QCCA 935, jugement ayant été réformé par la Cour Suprême du Canada en juin 2008, motifs à suivre

Birch c. Cropper. [1889] 14 AC 525 (HL)

Bonisteel c. Collis Leather Co, Ltd. (1919) 45 O.L.R. 195

Brant Investments Ltd c. KeepRite Inc. (1991) 3 OR (3d) 289. (Ontario CA)

Canadian Jorex Limited and Mannville Oil & Gas Limited. (1992) 15 O.S.C.B. 257

Chapters inc. c. Trilogy Retail Enterprises LP 7 mars 2001. OSC

CW Shareholdings inc. C. Wic Western International Communications Ltd (1998) 21 OSCB 2899

Global Securities c. C.-B. (SEC Commission) [2002] 1 R.C.S., 494

Greenhalgh c. Ardene Cinemas Ltd., [1951] Ch. 286. 291. (CA).

Ivanhoe III inc. C. Centres commerciaux Cambridge Limitée, (1999) 30 BCVMQ #7, 9

Hogg c. Cramphorn [1966] 3 All. E.R. 420

Kosmopoulos c. Constitution Insurance Co. [1987] 1 RCS 2

Lac Minerals Ltd c. Royal Oak Mines Inc. (1994) 17 O.S.C.B. 4963

Magasins à rayons Peoples inc. (Syndic de) c. Wise [2004] 3 R.C.S. 461

Mcclurg c. Canada [1990] 3 R.C.S. 1020.

MDC Corporation c. Regal Greetings & Gifts inc. (1994) 17 OSCB 4971

Multiple Access c. McCutcheon [1982] R.C.S. 161

Offre publique d'achat par Institut Mérieux, S.A. sur 20% des actions ordinaires de CDC Sciences de la Vie inc. (1998) Vol XIX, #24 BCVMQ 1.

Prime West Energy Trust v. Montreal Trust company of Canada. January 8th, 1999. Calgary 9801-17656 and 9801-17657. Alberta Queen's Bench

Royal Host Real Estate Investment Trust and Canada Income Properties Real Investment Trust, [1999] 22 OSCB 7819

Salomon c. Salomon [1897] AC 22

Tech Corporation Limited c. Millar, Price, Haramboure, Gibbeson, Canadian Exploration Ltd. And Afton Mines. [1973] 2 W.W.R. 385

United Grain Growers Ltd c. 3339351 Canada Ltd. [1997] M.J. 111

Wunderlich Brothers c. Northwestern Mutual Fire Assn. [1936] WWR 297

JURISPRUDENCE ÉTRANGÈRE

Aronson v. Lewis 473 A 2nd 805, 812 (Del. 1984)

Buckhorn, inc. v. Ropak Corp. 656 F. Supp 209, 226 (S.D. Ohio 1987) aff'd without published opinion 815 F.2d 76 (6th cir. 1987)

City Capital Associates Ltd. Partnership v. Interco inc. 551 A2d 787 (Del. Ch. 1988)

CRTF Corporation c. Federated Department Stores inc. 683 F. Supp. 422,

Desert Partners LP c. USG Corporation. 686 F Supp 1289

Dynamics Corporation of America c. CTS Corporation 635 F. Supp. 1174

Hanson Trust PLC v ML SCM Acquisition inc., 781 F.2d 264

Henley Group inc. V. Santa Fe Southern Pacific Corp. Civ A No 9569, 1988 WL 23945 (Del Ch. April 12, 1988)

- Howard Smith Ltd v. Ampor Petroleum Ltd.* [1974] AC 821
Ivanhoe Partners vs. Newmont Mining Corp. Fed Sec L. Rep (CCH) ¶ 93,552(Del. 1987) aff'g *Fed. Sec. L. Rep.* (CCH) ¶ 93,503 (Del. Ch. 1987),
- Klaus v. Hi-Shear Corp.*, 528 F.2d 225 (9th Cir.1975)
- Moore corporation Limited and FRDK, Inc. C. Wallace Computer Services, Inc.*, 907 F. Supp.1545
- Moran vs. Household International, Inc.* 500 A.2d 1346, 1354 (Del 1985)
- Norlin Corp.v. Rooney, Pace inc.* 744 F.2d 255, 264 (2d Cir.1984)
- Revlon, Inc. Vs. MacAndrews & Forbes Holding, Inc.* 506 A.2d 173, 182 (Del. 1986)
- Smith c. Van Gorkom.* 488 A 2nd 858,
- Unocal Corp. v Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985).
- Tate and Lyle PLC v Staley Continental inc.* Civ A 9813. 1988 WL 46064 (Del Ch. May 9, 1988)
- West-Point Pepperell Inc. c. Farley inc et als.* 711 F Supp. 1088

DOCTRINE CANADIENNE

- ANISMAN, Philip. « *Poison Pill Rights Plans ; The New Generation* » Volume 7, Numéro 6 *Corporate Governance Review*. (October/November 1995)
- ANISMAN, Philip et Catherine R. McCall intitulé « *Poison Pill Rights Plan : A Checklist of Current Issues* » Volume 6, numéro 5 *Corporate Governance Review* (August/September 1994)
- BECK, Stanley M. Et Rod Wildeboer. « *National Policy 38 as a Regulator of Defensive Tactics* » (1987) *Mer. Mem. Lect.* (acquisitions ans Take-Overs) 119
- BRAULT, Marie. « *Les Mesures Défensives aux Offres Publiques d'Achat : Mesure ou Démesure?* » Août 2001, Université de Montréal

DEY, Peter J. « Remarks Concerning Disclosure under the Securities Act made to Securities Lawyers in Calgary and Toronto on June 7, and June 9, 1983. (1983) 6 OSCB 2361.

DEY, Peter, et YALDEN, Robert. "Keeping the playing field level : Poison pills and directors' fiduciary duties in Canadian take-over law" Canadian Business Law Journal Vol 17, 1990, 252

GAUTHIER, René R. «*L'approche civiliste de l'utilisation du concept d'attente légitime comme source de droits pour l'actionnaire d'une compagnie Québec inc.*» Développements récents en litige commercial (2007). Service de la formation continue du Barreau du Québec. 2007 EYB2007DEV1368.

IACOBUCCI, Frank. "Planning and Implementing Defences to Take-Over Bids : The Director's Role" Vol 5, Canadian Business Law Journal.1980-81. 131

LOUNGNARATH, JR, Vilaysoun. « L'acquisition des actions majoritaires des sociétés anonymes par offre publique d'achat ou par achat en bourse » dans Rapports canadiens au congrès international de droit comparé, Athènes, 1994. Les Éditions Yvon Blais Inc, Cowansville, 1995. 409

MacIntoch, Jeffrey G. «*The Poison Pill : A Noxious Nostrum for Canadian Shareholders*» Canadian Business Law Journal Vol 15 1989. 276.

MARTEL, Paul. «*La Compagnie au Québec, Les aspects juridiques*» Éditions Wilson Lafleur, Montréal, 1998

MARTEL, Paul, «*Le recours pour oppression en vertu de la Loi canadienne sur les sociétés par actions*» Développements récents en droits des affaires (2003) Service de formation permanente du Barreau du Québec 2003. EYB2003DEV539.

MAVRIDIS, John. « Materiality : In Search of a Standard for Disclosure in Quebec ». Développements récents en droit des valeurs mobilières [1992] Cowansville, Éditions Yvon Blais, 1992, p.1

Report of the Committee to Review Take Over Bids Time Limits, (1996) 19 OSCB 4469, à la page 4471

Raymonde Crête « *Les actionnaires minoritaires des compagnies québécoises : Qu'en est-il de leur recours en cas d'oppression?* », publié sous Vol 19, Canadian Business Law Journal [1991] 49

Report of the Standing Senate Committee on Banking, Trade and Commerce. August 1996

RIOUX, Claude G. « Description et légalité de certaines mesures défensives au Canada » dans *Mesures défensives en matière d'offres publiques d'achat au Canada*. Les Éditions Yvon Blais, Cowansville, 1991.

ROUSSEAU, Stéphane et Raymonde Crête, «*Droit des sociétés par actions principes fondamentaux*» Les Éditions Thémis, Montréal, 2002, 1008p

SHAW, Richard A. « *Hostile Takeover Bids : Defensive Strategies* » (1999) 38 Alta L. Rev. (No 1) 111-142

ST. PATRICK BAXTER, Michael. «*The fiduciary obligations of directors of a target company in resisting an unsolicited takeover bid*» Ottawa Law Review Vol 20:1 63

TURGEON, Jean. «*Les Mesures Défensives du Conseil d'Administration face à une Offre Publique d'achat*», dans *Les mesures défensives en matière d'offres publiques d'achat au Canada*. Sous la direction de Raymonde Crête, Les Éditions Yvon Blais, Cowansville, 1991

WISHART, Stephen. «*Are Poison Pills Illegal?*», Canadian Business Law Journal [vol 30] 1998. 105.

YAKE, Warren J. «*Comparative corporate takeover tactics.*» Canadian-American Law Journal Volume 2, 1983, 43

DOCTRINE ÉTRANGÈRE

BHAGAT, Sanjai et JEFFERIS, Richard. «*Voting power in the Proxi Process : The Case of Antitakeover Charter Amendments*» 30 Journal of Financial Economics 193

BHAGAT, Sanjai et ROMANO, Roberta. «*Event studies and the Law : Part II : Empirical studies of corporate law*» American Law and Economics Review V4 N2 2002, 380.

BAINBRIDGE , Stephen M. «*Director Primacy in Corporate Takeovers ; Preliminary Reflections*» Stanford Law Review Vol 55. 791

BEBCHUCK, Lucian Arye, John C. Coates IV & Guhan Subramanian. «*The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards : Theory, Evidence and Policy*» Stanford Law Review. May 2002 Vol 54 887

BROWN, Richard C. "The Role of the Courts in Hostile Takeovers" 93 Dick. L. Rev. 195.

BROWN, Robert Jr. «*Discrimination, Managerial Discretion and the Corporate Contract*» 26 Wake Forest L. Rev. 541

CHOI, Dosoung, KAMMA, Sreenivas et WEINTROP, Joseph. «*The Delaware Courts, Poison Pills, and Shareholder Wealth*» Journal of Law, Economics, and Organization Vol. 5 no. 2 Fall 1989. 375.

COATES IV, John C. «*Empirical Evidence on Structural Takeover Defenses : Where do we stand?*» 54 U. Miami L. Rev. 783,

COATES IV, John C. «*Takeover Defenses in the Shadows of the Pill : a critique of the scientific evidence*» 79 Tex. L Rev. 271

COHEN, Martin M. «*Poison Pills as a Negotiating Tool: Seeking a Cease-Fire in the Corporate Takeover Wars*» 1987 Colum. Bus. L. Rev. 459

COMMENT, Robert et SCHWERT, G. William. «*Poison or Placebo? Evidence on the Deterrence and wealth effects of modern antitakeover Measures*» 39 Journal Fin. Econ. 3,4 (1995).

COX, Laura L. «*Poison Pills : Recent Developments in Delaware Law*» 58 U. Cin. L. Rev. 611.

DATTA, Sudip et ISKANDAR-DATTA, Mai. «*Takeover defenses and wealth effects on securityholders : The Case of Poison Pills Adoption*» 20. J. Banking & Fin.1231 (1996

GILLEN, Mark R. «*Proposed Changes to Provincial Takeover Bid Legislation:Deterrence Without Protection*» (1991) U.B.C. L. Rev. 129

HENRY, Gilbert L. «*Continuing Directors Provisions : These Next Generation Shareholders Rights Plans are Fair and Reasoned Responses to Hostile Takeover Measures*» 79 B. U. L. Rev. 989

HUBBARD, G. L. «*Targeting the Takeover*» (1987) 39 Professional Administrator 13

KLOCK, Mark. Dead-Hands-Poison Caalyst or Strenght-Enhancing Megavitamin? An Analysis of the Benefits of Managerial Protection and the Detriments of Judicial Interference" 2001 Colum. Bus L. Rev. 67

LETSOU, Peter V. « *Are dead hand (and no hand) poison pills really dead?* » 68 U. Cin. L. Rev. 1101, à la page 1101

LIPTON, Martin et Paul K. Rowe. « *Pills, Polls and Professors : A Reply to Professor Gilson* » 27 Del. J. Corp. L.1.

LUZUNG, Aniano. “*Should directors be allowed to use takeover defensive measures?*” UTLR Vol 12 #1 1993, 75

MALATESTA, Paul H. et WALKLING, Ralph A. « *Poison Pills Securities : Stockholder Wealth, Profitability and Ownership Structure* » 20 J. Fin. Econ. 347 (1988)

OESTERLE, Dale Arthur. « *Delaware’s Takeover Statute of Chills, Pills, Standstills, and Who gets iced* » 13 Del. J. Corp L. 879.

POUND, John. « *Shareholder activism and share values : the causes and consequences of counter solicitations against management antitakeover proposals* » Journal of Law & Economics, vol. XXXII (October 1989) 357.

RYNGAERT, Michael. « *The Effect of Poison Pill Securities on Shareholder Wealth* ». (1988) 20 J. Fin. Econ. 377.

STRINE, Leo E. Jr. « *The professorial bear hug : The ESB Proposal as a Conscious Effort to Make the Delaware Courts Confront the Basic ‘Just Say No’ Question.* » Stanford Law Review. Dec. 2002 Vol 55, 863

VELASCO, Julian. « *The enduring illegitimacy of the poison pill* » 27 J.Corp.L. 381

WACHTER, Michael L. « *Takeover Defence when Financial Markets are (only) Relatively efficient* » University of Pennsylvania Law Review Vol 151:787

WERKHEISER, Gregory W. « *Defending the corporate Bastion ; Proportionality and the Treatment of Draconian Defenses from Unocal to Unitrin* » 21 Del. J. Corp. L. 103.

YABLON, Charles M. « *Poison Pills and Litigation Uncertainty* » 1989 Duke L. J. 54