

Université de Montréal

L'affaire BCE et les devoirs des administrateurs lors d'une prise de contrôle

Par
Valérie Dufour

Maîtrise en droit des affaires
Faculté de droit

Mémoire présenté à la Faculté des études supérieures
en vue de l'obtention du grade de Maîtrise en droit (LL.M.)
option Droit des affaires

Octobre, 2010

© Valérie Dufour, 2010

Université de Montréal
Faculté des études supérieures

Ce mémoire intitulé :

L'affaire BCE et les devoirs des administrateurs lors d'une prise de contrôle

présenté par :
Valérie Dufour

a été évalué par un jury composé des personnes suivantes :

Marie-Claude Rigaud
Président-rapporteur

Stéphane Rousseau
Directeur de recherche

Geneviève Dufour
Membre du jury

RÉSUMÉ

Depuis les dernières années, les marchés financiers ont été marqués par une volonté des investisseurs, dont les fonds d'investissement privés, de privatiser des sociétés publiques. Plusieurs fermetures de capital se sont matérialisées par des acquisitions par voie d'emprunt (aussi connues sous le nom « leverage buy-out »), en raison notamment des taux d'intérêt peu élevés, d'un crédit plus accessible et d'un certain resserrement de la réglementation applicable aux sociétés publiques. S'inscrivant dans ce contexte, le présent mémoire de maîtrise s'intéresse particulièrement à l'impact des jugements rendus dans le cadre du litige relatif à l'offre d'acquisition par voie d'emprunt de BCE inc. sur les conceptions traditionnelles des devoirs des administrateurs.

Dans cette affaire, les détenteurs de débentures de la filiale à part entière de BCE inc., Bell Canada, se sont vigoureusement opposés à cette acquisition. Cette transaction, d'une envergure sans précédent dans l'histoire du Canada, a été scrutée jusqu'à la plus haute instance décisionnelle au pays quant à son caractère raisonnable et équitable et à son effet potentiellement oppressif envers les détenteurs de débentures.

Cette étude abordera d'abord l'évolution de la jurisprudence du Delaware sur les devoirs des administrateurs, dans le contexte d'un changement de contrôle, juridiction phare en droit des sociétés aux États-Unis et source d'inspiration marquée en droit canadien. Ensuite, nous nous attarderons sur la position du droit canadien et sur un arrêt marquant rendu par la Cour suprême du Canada, dans l'affaire *Peoples*. Sur cette toile de fond, cette analyse sera complétée par un examen des motifs des décisions rendues par les trois instances judiciaires dans l'affaire *BCE* et une réflexion sur l'impact de ces décisions sur le droit des sociétés au Canada.

MOTS CLÉS :

« Prise de contrôle », « Devoirs des administrateurs », « Règle de l'appréciation commerciale », « Plan d'arrangement », « Demande de redressement pour abus »

ABSTRACT

In recent years, financial markets have been marked by investors' willingness, including private investment funds, to privatize public corporations. Several privatizations have been realized through acquisitions by way of a leveraged buy-out, partly because of low interest rates, a more available credit and a certain tightening of regulations applicable to public corporations.

In this context, this master thesis focuses on the impact on traditional legal concepts of the directors' duties, further to the series of judgments rendered in the litigation regarding the leveraged buy-out offer by a consortium led by Teachers on BCE Inc. In this case, the debentureholders of the wholly owned subsidiary of BCE Inc., Bell Canada, have strongly opposed the acquisition. On an unprecedented scale in Canadian history, this transaction has been scrutinized by the highest Court of the country for its fair and reasonable character and its potentially oppressive character on debentureholders.

This study will initially address the evolving jurisprudence of Delaware on directors' duties in the context of a change of control. Delaware is the leading jurisdiction in corporate law in the United States and has therefore inspired the Canadian law. Then, this thesis will more particularly focus on the position of Canadian law and a landmark decision rendered by the Supreme Court of Canada in the case *Peoples*. This analysis will be complemented by a study of the underlying reasons rendered by the three levels of courts in the case of *BCE* and a discussion on the impact of these decisions on corporate law in Canada.

KEYWORDS :

« Takeover », « Directors' Duties », « Business Judgement Rule », « Plan of arrangement », « Oppression Remedy »

TABLE DES MATIÈRES

INTRODUCTION.....	1
CHAPITRE I : LES PRINCIPES DÉVELOPPÉS PAR LES TRIBUNAUX DU DELAWARE DANS LE CADRE D'UNE PRISE DE CONTRÔLE	4
1. UN SURVOL DE DEUX MODÈLES DE GOUVERNANCE CORPORATIVE : LE « DIRECTOR DISCRETION MODEL » ET LE « SHAREHOLDER CHOICE MODEL »	4
2. L'ÉVOLUTION DES DÉCISIONS DES TRIBUNAUX DU DELAWARE QUANT AUX DEVOIRS DES ADMINISTRATEURS.....	9
2.1 LA REGLE DE L'APPRECIATION COMMERCIALE.....	9
2.2 LA MODULATION DU STANDARD DE REVISION JUDICIAIRE	15
2.2.1 L'« entire fairness ».....	15
2.2.2 L'« enhanced judicial scrutiny »	17
2.3 LES DEVOIRS DES ADMINISTRATEURS DANS LE CONTEXTE D'UNE PRISE DE CONTROLE	21
CHAPITRE II : LES LIGNES DE FORCE DES PRISES DE CONTRÔLE AU CANADA AVANT BCE – L'INFLUENCE DES DEVOIRS <i>REVLON</i> ET L'ARRÊT <i>PEOPLES</i>	31
1. L'INFLUENCE DES DEVOIRS <i>REVLON</i> ET LA THEORIE DE LA PRIMAUTE DES ACTIONNAIRES.....	31
1.1. LES DISPOSITIONS PERTINENTES DE LA <i>LOI CANADIENNE SUR LES SOCIETES PAR ACTIONS</i>	31
1.2. LES DEVOIRS DES ADMINISTRATEURS DANS LE CADRE D'UNE PRISE DE CONTROLE	33
1.3. L'ETAT DU DROIT QUANT A LA REGLE DE L'APPRECIATION COMMERCIALE AVANT L'ARRET <i>PEOPLES</i>	44
2. L'ARRÊT <i>PEOPLES</i> DE LA COUR SUPRÊME DU CANADA– UNE OUVERTURE VERS LA THÉORIE DES PARTIES PRENANTES.....	45
2.1 LES PRINCIPAUX FAITS DE LA DECISION.....	46
2.2 LES OBLIGATIONS DES ADMINISTRATEURS EN VERTU DE LA <i>LOI CANADIENNE SUR LES SOCIETES PAR ACTIONS</i>	49
2.3.1.1 Le devoir de loyauté et l'expression « au mieux des intérêts de la société »....	50
2.3.1.2 Le devoir de prudence et diligence	55
2.3.2 La règle de l'appréciation commerciale	64
2.3.3 L'application jurisprudentielle des principes de l'arrêt <i>Peoples</i>	66
CHAPITRE III : L'AFFAIRE <i>BCE</i> ET LES DEVOIRS DES ADMINISTRATEURS DANS LE CADRE D'UNE PRISE DE CONTRÔLE AU CANADA	74
1. LA MISE EN CONTEXTE.....	74
1.1 LA PRESENTATION DES PARTIES IMPLIQUEES	74
1.1.1 La cible : BCE inc.....	75
1.1.2 La filiale de la cible : Bell Canada	75
1.1.1 L'Acquéreur : le consortium dirigé par Teachers	76
1.1.2 Les plaignants : les détenteurs de débentures	77
1.2 L'ANALYSE DES FAITS	79
1.2.1 Les événements antérieurs au plan d'arrangement	79
1.2.2 L'offre de Teachers et l'approbation des actionnaires	85
1.2.3 Les contestations des détenteurs de débentures	87

1.2.3.1	La contestation du plan d'arrangement.....	89
1.2.3.2	Les requêtes en jugement déclaratoire	92
1.2.3.3	Les demandes de redressement pour abus	93
2.	LES DÉCISIONS RELATIVES AU PLAN D'ARRANGEMENT	95
2.1	LES DECISIONS RENDUES PAR LA COUR SUPERIEURE DU QUEBEC	95
2.1.1	Les décisions sur les demandes de redressement pour abus	96
2.1.2	Quelques commentaires sur ces décisions	101
2.2	LA DECISION RENDUE PAR LA COUR D'APPEL DU QUEBEC.....	103
2.2.1	Les demandes de redressement pour abus	103
2.2.2	L'approbation du plan d'arrangement	104
2.2.3	Quelques commentaires sur cette décision	107
2.3	LA DECISION RENDUE PAR LA COUR SUPREME DU CANADA.....	110
2.3.1	L'analyse des demandes de redressement pour abus	111
2.3.1.1	Différences de ce recours avec le processus d'approbation du plan d'arrangement.....	119
2.3.2	L'analyse de commentaires sur cette décision	121
2.4	L'APPLICATION JURISPRUDENTIELLE DE L'ARRET <i>BCE</i> PAR LES TRIBUNAUX DE DROIT COMMUN	135
2.5	LES LIGNES DIRECTRICES QUANT AUX DEVOIRS DES ADMINISTRATEURS ET AU STANDARD DE REVISION JUDICIAIRE APPLICABLE DANS LE CADRE D'UNE PRISE DE CONTROLE.....	148
2.5.1	Le devoir de loyauté des administrateurs	148
2.5.2	Le devoir de prudence et diligence	151
2.5.3	Le standard de révision judiciaire applicable à une décision du conseil d'administration	153
	CONCLUSION	155
	TABLE DE LA LÉGISLATION.....	157
	BIBLIOGRAPHIE	158
	TABLE DE LA JURISPRUDENCE.....	165

GRAPHIQUE

Graphique	Titre
Graphique 1	Acquisitions par emprunt à l'échelle mondiale

LISTE DES ABRÉVIATIONS

ABRÉVIATIONS RELATIVES À LA LÉGISLATION ET À LA RÉGLEMENTATION

Abréviation	Signification
ACVM	Autorités canadiennes en valeurs mobilières
al.	alinéa
art.	article
Avis 62-202	<i>Avis 62-202 relatif aux mesures de défense contre une offre publique d'achat</i>
c.	chapitre
C.c.Q.	<i>Code civil du Québec</i>
L.C.	Lois du Canada (depuis 1987)
L.C.S.A.	<i>Loi canadienne sur les sociétés par actions</i>
L.V.M.	<i>Loi sur les valeurs mobilières</i>
L.f.i.	<i>Loi sur la faillite et l'insolvabilité</i>
L.R.C.	Lois révisées du Canada (depuis 1985)
L.R.Q.	Lois refondues du Québec (depuis 1977)
par.	paragraphe

ABRÉVIATIONS RELATIVES À LA JURISPRUDENCE

Abréviation	Signification
B.D.R.V.M.	Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières
C.A.	Cour d'appel
CAF	Cour d'appel fédérale
C.Q.	Cour du Québec
C.S. et S.C.	Cour supérieure
C.S.C.	Cour suprême du Canada
CVMO	Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
Del. Ch.	Delaware Court of Chancery
Del. Supr.	Delaware Supreme Court
Div. Ct.	Divisionary Court
H.C.J.	High Court of Justice
J.E.	Jurisprudence Express

Abréviation	Signification
Q. B.	Queen's Bench
R.C.S.	Recueil de la Cour suprême du Canada
R.J.Q.	Recueils de jurisprudence du Québec (depuis 1986)

ABRÉVIATIONS DES PRINCIPALES REVUES DE DROITS ET DES RECUEILS DE DOCTRINE

Abréviation	Signification
<i>Alta. L. Rev.</i>	Alberta Law Review
<i>Bus. Law</i>	Business Lawyer
<i>Can. Bus. L. J.</i>	The Canadian Business Law Journal
<i>C.P. du N.</i>	Cours de perfectionnement du notariat
<i>C. de D.</i>	Cahiers de droit
<i>Fordham L. Rev.</i>	Fordham Law Review
<i>U. Pa. L. Rev.</i>	University of Pennsylvania Law Review

AUTRES ABRÉVIATIONS

Abréviation	Signification
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
NYSE	New York Stock Exchange
PCGR	Principes comptables généralement reconnus
Politique du Directeur	<i>Énoncé de politique 15.1 – Politique du directeur à l'égard des arrangements pris en vertu de l'article 192 de la Loi canadienne sur les sociétés par actions.</i>
Rapport Dickerson	<i>Propositions pour un nouveau droit des corporations commerciales canadiennes</i>
SEC	Securities Exchange Commission
TSX	Toronto Stock Exchange

REMERCIEMENTS

Je désire remercier mon directeur de mémoire, le professeur Stéphane Rousseau, pour son soutien dans la rédaction de ce mémoire. Le partage de son expertise, la rigueur qu'il a exigée et ses commentaires d'une grande qualité m'ont été d'un apport inestimable.

Je tiens également à remercier ma mère, mon père et ma sœur pour leur soutien indéfectible tout au long de mes études. Leur support et leur confiance furent une précieuse source de motivation.

De même, je souhaite exprimer ma plus grande reconnaissance à mon conjoint, Étienne, qui a su me donner l'appui et les encouragements nécessaires à cet accomplissement. Devant la réalité où j'ai dû conjuguer les études et le travail, il s'est montré compréhensif et m'a donné le courage de compléter ce mémoire.

À vous tous, je vous remercie pour votre rôle dans cette réalisation professionnelle.

« Celui à qui l'on permet plus qu'il n'est juste, veut plus qu'il ne lui est permis. »

Publius Syrus

INTRODUCTION

Les années 2002 à 2007 furent marquées par un nombre considérable de privatisations de sociétés publiques. Nombreuses acquisitions de contrôle par voie d'emprunt (« leveraged buy-out » ou « LBO ») furent l'œuvre de fonds d'investissement privés. Des taux d'intérêt peu élevés, un crédit accessible et un certain resserrement de la réglementation applicable aux sociétés publiques¹ se sont avérés un terreau fertile pour ce genre d'opération.



Graphique 1 : Acquisitions par emprunt à l'échelle mondiale²

Dans cette foulée, la plus grande entreprise de télécommunication canadienne, BCE inc., a annoncé en 2006 être la cible d'une tentative d'acquisition par un consortium composé du Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario (« Teachers ») et de deux firmes d'investissements privés américaines,

¹ Aux États-Unis, notons entre autres l'adoption du *Sarbanes Oxley Act*, P.L. 107-204 (H 3763) (30 juillet 2002). Pour une discussion à ce sujet, voir notamment : Robert Charles CLARK, « Corporate Governance Changes in the Wake of the Sarbanes-Oxley Act: A Morality Tale for Policymakers Too », John M. Olin Center for Law, Economics, and Business, Discussion Paper No. 525, Septembre 2005, en ligne : http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/pdf/Clark_525.pdf.

² THE ECONOMIST, « Sticking-plasters of the universe », 29 octobre 2009, en ligne : http://www.economist.com/businessfinance/displaystory.cfm?story_id=14753850 : « Nine of the ten largest buy-outs in history occurred between 2006 and 2007 (see chart), averaging \$30 billion each. Four-fifths of that was borrowed. Can private equity ever regain those glory days? ».

Providence Equity Partners Inc. (« Providence ») et Madison Dearborn Partners, LLC. (« MDP »).

À l'aube de la crise financière, les critiques à l'endroit du risque élevé d'une acquisition par emprunt fusaient de partout³. L'offre du consortium dirigé par Teachers correspondait d'ailleurs à la plus importante acquisition par emprunt de l'histoire du Canada. Cela explique probablement pourquoi la saga judiciaire concernant cette transaction a été l'une des plus suivies de l'histoire canadienne.

L'offre du consortium prévoyait à la fois une prime alléchante pour les actionnaires et, en contrepartie, une augmentation considérable de l'endettement de la société résultante. C'est donc dire que cette acquisition entraînait de fâcheuses conséquences pour les détenteurs de débentures de Bell Canada, filiale à part entière de BCE inc., qui voyaient ainsi la valeur de leurs titres de créances affectés. C'est dans ce contexte précaire que BCE inc. s'est adressée au tribunal dans le but de faire approuver cette opération par voie d'arrangement. Il va sans dire que les détenteurs de débentures en ont profité pour faire valoir leur position et contester ladite acquisition de BCE inc.

Plusieurs points de droit en matière de régie d'entreprise ont ainsi été soulevés et débattus devant les différentes instances judiciaires. C'est à la lumière des enseignements tirés de ces décisions rendues par les différentes instances judiciaires que ce travail s'insère et trouve sa raison d'être.

³ À ce sujet, encore récemment la firme Moody's Investors Service a publié une étude illustrant un portrait sombre relativement aux résultats des plus grandes acquisitions par emprunt aux États-Unis : MOODY'S INVESTORS SERVICE, « \$640 Billion & 640 Days Later: How Companies Sponsored by Big Private Equity Have Performed During the U.S. Recession », Rapport numéro 121005, Novembre 2009, en ligne : <<https://v3.moody.com>>, p. 8 : « Six of the 10 biggest LBO deals over the past 21 months either are distressed today, or have defaulted. We are also pessimistic about the increased likelihood of default among our study group of 186 companies: refinancing risk is growing, with most revolvers set to expire in 2011 and 2012 ». Les acquisitions ayant mené à des difficultés financières auxquelles réfère ce rapport sont les suivantes : Energy Future Holdings Corp (Goldman Sachs, KKR et TPG pour une valeur de 42 milliards de dollars US), Harrah's Entertainements (Appollo et TPG pour une valeur de 31 milliards de dollars US), Clear Channel Communications (Bain et THL pour une valeur de 26,7 milliards de dollars US), Freescale Semiconductor Inc. (Blackstone, Carlyle, TPG et Permira pour une valeur de 19 milliards de dollars US), Chrysler Automotive (Cerberus pour une valeur de 25 milliards de dollars US) et Univison Communications (Madison Dearborn, Providence, TPG et TH Lee pour une valeur de 13,7 milliards de dollars US).

Par le passé, devant la rareté des principes établis en droit canadien quant aux devoirs des administrateurs et aux standards de révision judiciaire dans le contexte d'un changement de contrôle, les juristes canadiens ont dû puiser dans la jurisprudence développée par les tribunaux du Delaware afin d'édifier un certain ordre juridique canadien. Ayant sans contredit grandement influencé notre droit positif en cette matière, la jurisprudence du Delaware n'en demeure pas moins une source parfois mitigée par nos tribunaux.

Dans le présent travail, il sera notamment question de définir les devoirs de loyauté et de prudence et de diligence des administrateurs ainsi que clarifier les normes de contrôle applicables aux décisions prises par ces derniers dans le contexte d'une prise de contrôle.

Ainsi, pour aborder cette étude, il convient de s'attarder, au premier chapitre, à l'analyse des devoirs des administrateurs et des standards de révision judiciaire développés par les tribunaux du Delaware.

Relativement à ces points de droit, nous nous attarderons, au deuxième chapitre, sur la façon dont le droit des sociétés au Canada s'est imprégné des enseignements des tribunaux du Delaware et nous discuterons, plus particulièrement, de l'arrêt rendu par la Cour suprême du Canada dans l'affaire *Peoples* et de son application subséquente.

Fort de cette mise en contexte, le troisième chapitre consistera en une analyse détaillée des différentes décisions rendues relativement à l'affaire BCE, ainsi que l'application jurisprudentielle des enseignements du plus haut tribunal du pays. À la lumière de cette analyse, nous tenterons de préciser l'état du droit quant aux devoirs des administrateurs au Canada ainsi que le standard de révision judiciaire applicable à une décision prise par ces derniers dans le cadre d'un changement de contrôle.

CHAPITRE I: LES PRINCIPES DÉVELOPPÉS PAR LES TRIBUNAUX DU DELAWARE DANS LE CADRE D'UNE PRISE DE CONTRÔLE

1. UN SURVOL DE DEUX MODÈLES DE GOUVERNANCE CORPORATIVE : LE « DIRECTOR DISCRETION MODEL » ET LE « SHAREHOLDER CHOICE MODEL »

Dans le contexte d'une prise de contrôle, il est possible de déceler de la jurisprudence élaborée par les tribunaux du Delaware les influences de deux modèles de gouvernance corporative pour encadrer les conseils d'administration, à savoir le « director discretion model » et le « shareholder choice model ». Ces deux modèles, inspirés par les travaux du professeur Michael P. Dooley⁴, circonscrivent le rôle et les obligations des administrateurs d'une société, notamment dans une situation de changement de contrôle imminent. Une étude de ces deux visions s'avère pertinente puisque ces deux modèles dictent des obligations différentes aux administrateurs dans le contexte d'un changement de contrôle imminent. Une étude de la jurisprudence du Delaware nous permet de distinguer l'application faite par les tribunaux de ces deux modèles qui peuvent être modulés à des degrés différents. Pour le moment, la jurisprudence canadienne demeure nettement moins abondante dans le contexte d'une prise de contrôle et, incidemment, en ce qui concerne le choix du modèle qui devrait être privilégié par les administrateurs.

D'une part, le « director discretion model » est fondé sur l'autorité décisionnelle conférée au conseil d'administration. Ce modèle s'inspire fortement de l'« authority model » développé par le professeur Dooley en vertu duquel, dans le cadre d'une prise de contrôle, c'est le conseil d'administration qui demeure le mieux placé pour déterminer quelle est la meilleure décision conformément aux intérêts de la société. Le

⁴ Voir : Michael P. DOOLEY, « Two Models of Corporate Governance », (1992) 47 *Bus. Law.* 461 ; Stéphane ROUSSEAU et Patrick DESALLIERS, *Les devoirs des administrateurs lors d'une prise de contrôle. Étude comparative du droit du Delaware et du droit canadien*, Montréal, Éditions Thémis, 2007, p. 67-90 ; Stéphane ROUSSEAU, « Le rôle des tribunaux et du conseil d'administration dans la gouvernance des sociétés ouvertes : réflexion sur la règle du jugement d'affaires », (2004) 45 *C. de D.* 469, 481 et Bernard S. SHARMAN, « Being Informed Does Matter: Fine Tuning Gross Negligence Twenty Plus Years after Van Gorkom », (2006) 62 *Bus. Law.* 135.

« director discretion model » s'appuie notamment sur la théorie des parties prenantes⁵ qui sera discutée dans le cadre de ce travail. Selon cette conception, le devoir des administrateurs les oblige à agir au mieux des intérêts de la société et, pour ce faire, ils ne peuvent se limiter à considérer les intérêts des actionnaires; les intérêts des parties prenantes pouvant être considérés dans la prise de décision des administrateurs. Ainsi, en droit américain, le conseil d'administration peut refuser des offres qu'il ne considère pas comme étant dans le respect des intérêts de la société. Les administrateurs seront même justifiés d'utiliser la défense de « just say no ».

D'autres parts, à l'opposé du « director discretion model » se retrouve le « shareholder choice model » qui, selon la théorie élaborée par le professeur Dooley, fonde ses assises sur le « responsibility model ». Selon le « shareholder choice model », les intérêts des actionnaires doivent être priorisés à ceux des autres parties prenantes de la société. Cette idée s'explique notamment par l'inexistence d'une relation contractuelle entre les actionnaires et la société contrairement à d'autres parties prenantes (par exemple, les créanciers, les fournisseurs, les clients, etc.) et le risque qu'ils encourent en investissant dans la société. Ainsi, selon ce modèle, les actionnaires sont les seuls à tirer un avantage de la maximisation de la valeur de société lors du changement de contrôle. Comme nous serons à même de l'apprécier de lors de l'analyse ultérieure de l'arrêt *Revlon* et des autres décisions dans la même lignée des tribunaux du Delaware, ce modèle de gouvernance corporative milite en faveur de la théorie de la primauté des actionnaires. Autrement dit, le conseil d'administration d'une société visée par un changement de contrôle imminent se doit, afin de remplir leur devoir de loyauté envers la société, d'aller chercher le meilleur prix raisonnablement disponible au bénéfice unique des actionnaires. Dans le contexte d'une prise de contrôle, ce modèle repose sur la prémisse que les administrateurs ont un conflit d'intérêts inhérent à leur position précaire, puisqu'ils pourraient notamment être tentés de vouloir privilégier leur poste au sein de la société au détriment de chercher à obtenir la meilleure valeur pour les actionnaires. Par conséquent, ce sont les actionnaires, directement touchés par la prise de contrôle, qui sont les mieux placés pour se prononcer. Rappelons que selon ce modèle, les actionnaires ont un droit, bien que limité, de faire respecter leurs choix. Cela se matérialise par leur droit de vendre

⁵ Certains tribunaux et juristes utilisent également l'expression « parties intéressées » pour référer aux parties prenantes. Dans ce mémoire, nous utiliserons le terme « parties prenantes » aux fins d'uniformité.

les actions qu'ils détiennent et lors de l'exercice du droit de vote qui leur est conféré suivant la catégorie d'actions qu'ils détiennent.

Au Canada, nos tribunaux se sont montrés ambivalents à se positionner clairement sur le modèle de gouvernance qui devrait être préconisé par le conseil d'administration. Ainsi, le législateur a édicté à l'article 102 de la *Loi canadienne sur les sociétés par actions*⁶ (« L.C.S.A. ») une règle pouvant se rapprocher du « director discretion model » en stipulant qu'en l'absence de convention unanime des actionnaires, les administrateurs gèrent les activités commerciales et les affaires internes de la société ou en surveillent la gestion. Dans la même veine, les tribunaux canadiens ont récemment soutenu, dans l'arrêt *Peoples* et plus récemment dans l'arrêt *BCE*, que la théorie des parties prenantes trouvait application au Canada, contrairement à l'approche traditionnellement reconnue au Canada et qui semblait épouser le « shareholder choice model ».

D'autre part, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (« ACVM ») dans l'*Avis 62-202 relatif aux mesures de défense contre une offre publique d'achat*⁷ (« Avis 62-

⁶ L.R.C. (1985), c. C-44, modifiée par la *Loi modifiant la Loi canadienne sur les sociétés par actions et la Loi canadienne sur les coopératives*, L.C. 2001, c.14, sanctionnée le 14 juin 2001 et entrée en vigueur le 24 novembre 2001.

⁷ Aux fins du présent mémoire, nous ne discuterons pas davantage des décisions rendues par les ACVM dans le contexte de l'adoption d'une mesure défensive, puisque l'étendue et les spécificités de ce sujet auraient pu faire l'objet d'un mémoire à eux seuls. Nous vous suggérons les autorités suivantes portant sur les mesures défensives: M. KOEHNEN, préc., note 196; C. C. NICHOLLS, *Mergers and Acquisitions and Other Changes of Corporate Control*, préc., note 71; Olivier PROULX, *Le traitement des porteurs minoritaires dans un contexte transactionnel*, Montréal, Wilson & Lafleur, 2007.

Rappelons simplement qu'à l'opposé des décisions récentes en droit canadien, les ACVM, avec l'*Avis 62-202 relatif aux mesures de défense contre une offre publique d'achat*, Autorités canadiennes en valeurs mobilières, Bulletin hebdomadaire : 2003-07-18, Vol. XXXIV n 28 (« Avis 62-202 »), adoptent définitivement une approche pro-actionnaire et adhèrent parfaitement au principe de maximisation de l'arrêt *Revlon* et de la décision canadienne *CW Shareholdings Inc.*, dont nous discuterons sous peu plus en détail. Par exemple, le cinquième paragraphe de l'*Avis 62-202* prévoit :

« (5) Les autorités canadiennes en valeurs mobilières considèrent que les enchères faites sans entrave donnent les meilleurs résultats dans les offres publiques d'achat et elles sont peu disposées à intervenir dans le déroulement d'offres contestées. Cependant, elles entendent prendre les mesures voulues lorsqu'elles ont connaissance de mesures de défense qui risquent d'empêcher les actionnaires de répondre à une offre ou à une offre concurrente. »

202 ») stipulent un principe en conformité avec le « shareholder choice model » en énonçant que les mesures défensives mises en place par le conseil d'administration ne devraient pas avoir pour conséquence d'empêcher l'exercice du droit de vote des actionnaires sur l'offre proposée⁸.

Ainsi, pour le moment, il est difficile de conclure avec certitude que le droit canadien des sociétés épouse parfaitement un seul modèle de gouvernance, puisque la

Cet avis ne fut pas modifié à la suite des arrêts *Peoples* et *BCE* de la Cour suprême du Canada, tel qu'en témoigne notamment la décision récente de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (« CVMO »), *In the matter of Neo Material Technologies Inc. and Pala Investments Holdings Limited and its Wholly-owned Subsidiary 0833824 B.C. Ltd.*, 1er septembre 2009, en ligne : <http://www.osc.gov.on.ca>.

La Cour suprême du Canada, dans l'arrêt *BCE*, avait pourtant adopté une approche basée sur la théorie des parties prenantes, dans un contexte de changement de contrôle. Par conséquent, nous concevons difficilement comment ces enseignements peuvent se conjuguer avec les valeurs édictées à l'Avis 62-202 qui prône la protection des actionnaires, dans le contexte de l'adoption d'une mesure défensive.

⁸ Stéphane ROUSSEAU, « A case to be heard. The Supreme Court must clarify directors' duties in Canadian corporate law in the context of takeovers », *National Post*, 30 mai 2008, disponible en ligne : <http://network.nationalpost.com/np/blogs/fpcomment/archive/2008/05/30/a-case-to-be-heard.aspx>.

À cet effet, voir également, *Northern Financial Corporation c. Jaguar Nickel inc.*, dossier n° 2006-021-01, dossier 2006-021, 30 octobre 2006, en ligne : <http://www.bdrvm.com>. Les motifs complets de cette décision ont été publiés le 4 avril 2007, voir : *Northern Financial Corporation c. Jaguar Nickel inc.*, dossier n° 2006-021-02, dossier 2006-021, 4 avril 2007, en ligne : <http://www.bdrvm.com>. Dans cette décision relative à l'interprétation de l'Avis 62-202, le Bureau de décision et révision en valeurs mobilières a rendu une décision le 30 octobre 2006, dans l'affaire portant sur une demande de Northern Financial Corporation (« Northern ») d'interdire les opérations sur valeurs de Jaguar Nickel inc. (« Jaguar ») relative à l'émission d'actions de Jaguar ainsi qu'à l'égard de l'émission ou de l'exercice de droits émis dans le cadre du régime de droits des actionnaires (aussi connu sous le nom de « pilule empoisonnée ») de cette société. Northern a notamment appuyé sa demande en soutenant que :

« l'Avis 62-202 relatif aux mesures de défense contre une offre publique d'achat ne permet les mesures défensives que lorsqu'elles sont utilisées de bonne foi en vue d'accroître le choix des actionnaires par l'entremise d'un processus concurrentiel d'enchères dans un contexte où sans une telle mesure les actionnaires seraient privés de la possibilité de considérer une offre supérieure. Ce n'est pas le cas ici. »

Le BDRVM a accueilli la demande de Northern et a interdit à Jaguar d'effectuer toute opération sur valeurs relative à l'émission d'actions de Jaguar, dans le cadre du régime de droits des actionnaires ainsi que l'émission ou l'exercice de droits émis dans le cadre du Régime de droits des actionnaires de celle-ci.

jurisprudence canadienne n'est pas constante sur ce sujet, oscillant entre le « director discretion model » et le « shareholder choice model » selon les faits propres à chaque affaire.

2. L'ÉVOLUTION DES DÉCISIONS DES TRIBUNAUX DU DELAWARE QUANT AUX DEVOIRS DES ADMINISTRATEURS

Le Delaware s'avère une juridiction phare en droit des sociétés aux États-Unis. La jurisprudence élaborée par ses tribunaux relativement aux devoirs des administrateurs dans le contexte d'un changement de contrôle s'est d'ailleurs avérée une source d'inspiration marquée de ce côté de la frontière. Ainsi, sous ce point, nous ferons une revue de l'évolution des décisions clés rendues par les tribunaux du Delaware relativement aux obligations des administrateurs et à la protection offerte aux administrateurs par la règle de l'appréciation commerciale, généralement connue sous le nom de la règle du jugement d'affaires (« business judgement rule »)⁹ et des modulations de ce principe de déférence des tribunaux. Cela nous mènera, par la suite, à étudier les décisions du Delaware qui ont trait aux obligations additionnelles imposées aux administrateurs dans le contexte d'une prise de contrôle.

2.1 LA RÈGLE DE L'APPRECIATION COMMERCIALE

« [...] the Court gives great deference to the substance of the directors' decision and will not invalidate the decision, will not examine its reasonableness, and will not substitute [its] views for those of the board if the latter's decision can be attributed to any rational business purpose. »¹⁰

Les devoirs des administrateurs et la règle de l'appréciation commerciale sont deux concepts liés¹¹ en ce que la déférence des tribunaux provient d'une présomption à l'effet

⁹ Au Canada français, nous utilisons les expressions « règle du jugement d'affaires » et, à la suite de l'arrêt *Magasins à rayons Peoples inc. (Syndic de) c. Wise*, [2004] 3 R.C.S. 461., l'expression « appréciation commerciale » afin de décrire ce principe suivant lequel les tribunaux font preuve de déférence à l'égard de décisions prises par le conseil d'administration d'une société, à l'intérieur de certaines balises établies.

¹⁰ Cet extrait réfère à la définition fournie par la Cour de chancellerie de la règle de l'appréciation commerciale, en 1983, dans l'arrêt *Paramount Communications Inc. v. QVC Network Inc.*, 637 A.2d 34 (Del. 1994). Cette décision sera discutée davantage à la section 2.3.

¹¹ Les auteurs Stéphane Rousseau et Patrick Desalliers quant à eux soulignent une différence, qui ne fera pas l'objet d'une analyse dans le cadre du présent travail, entre les standards de conduite découlant des devoirs généraux des administrateurs et le standard de révision judiciaire des tribunaux relative à une décision prise par un conseil d'administration. À cet effet, voir : S. ROUSSEAU et P. DESALLIERS, *Les devoirs des administrateurs lors d'une prise*

que les décisions ont été prises par le conseil d'administration dans le respect de leurs devoirs de prudence, de diligence, de bonne foi et de loyauté¹². Ce principe de retenue judiciaire a été développé et appliqué par les tribunaux du Delaware depuis de nombreuses années.

À cet effet, en 1984, la Cour suprême du Delaware rendait une décision, dans l'affaire *Aronson v. Lewis*¹³. Il s'agit d'une décision phare relativement à la règle de l'appréciation commerciale et, plus particulièrement, à l'analyse d'une situation de conflits d'intérêts pour les administrateurs d'une société. Dans cette affaire, la Cour est venue à la conclusion que le seul fait qu'un administrateur soit dans une situation de conflit d'intérêts n'est pas suffisant pour que la présomption de la règle du jugement d'affaires soit réfutée. Encore faut-il que le demandeur crée un doute raisonnable quant à l'applicabilité de la règle de l'appréciation commerciale en démontrant que les administrateurs étaient influencés par certains intérêts, qu'ils avaient manqué d'indépendance ou avaient pris des mesures contraires aux intérêts de la société. Cela ne fut pas démontré dans le cas en l'espèce¹⁴.

de contrôle. Étude comparative du droit du Delaware et du droit canadien, préc., note 4, p. 104 et 105 :

« Dans certains cas, le standard de conduite est identique au standard de révision. Dans d'autres cas, les standards sont différents afin de laisser place aux considérations de politique sous-tendant la révision judiciaire. En somme, le standard de révision judiciaire constitue un instrument d'analyse, teinté de valeurs, qui reflète un choix de nature politique. [Voir W.T. ALLEN, J.B. JACOBS et L.E. STRINE, "Function Over Form : A reassessment of Standards of Review of Standards of Review in Delaware Corporation Law" (2001) 56 *Bus. Law* 1287.]

Dans cette perspective, il est possible de considérer que le standard de conduite, plus exigeant que le standard de révision judiciaire, s'apparente à une pratique exemplaire de régie d'entreprise permettant aux administrateurs de s'exonérer. [Voir M. A. EISENBERG, « The Divergence of Standards of Conduct and Standards of Review in Corporate Law », (1993) 62 *Fordham L. Rev.* 437, 463-466.] En agissant conformément au standard de conduite, l'administrateur s'assure d'un coussin de sécurité par rapport à la norme appliquée par les juges. [Voir *In re The Walt Disney Derivative Litigation*, Del. Ch. 113, n. 399 (Del. Ch. 2005)] [...].

¹² Ces devoirs fiduciaires ont notamment été discutés dans les décisions : *Cede & Co v. Technicolor, Inc.*, 634 A.2d. 345, 361 (Del. Supr. 1993); *Emerald Partners v. Berlin*, 787 A.2d 85, 90 (Del. Supr. 2001).

¹³ 473 A.2d, 805 (Del. Supr.1984).

¹⁴ Les faits et le raisonnement de la Cour, dans la décision *Aronson v. Lewis*, préc., note 13, sont les suivants : le plaignant, M. Harry Lewis, est un actionnaire de la société Meyers Parking System, Inc. (« Meyers »). M. Lewis conteste, par voie d'une action dérivée, certaines transactions intervenues entre Meyers et un de ses administrateurs, Leo Fink. M.

Fink détient 47 % des actions en circulation de Meyers. Les transactions contestées par M. Lewis sont ainsi décrites par la Cour suprême du Delaware, aux pages 808 et 809 :

« On January 1, 1981, the defendants approved an employment agreement between Meyers and Fink for a five year term with provision for automatic renewal each year thereafter, indefinitely. Meyers agreed to pay Fink \$150,000 per year, plus a bonus of 5% of its pre-tax profits over \$2,400,000. Fink could terminate the contract at any time, but Meyers could do so only upon six months notice. At termination, Fink was to become a consultant to Meyers and be paid \$150,000 per year for the first three years, \$125,000 for the next three years, and \$100,000 thereafter for life. Death benefits were also included. Fink agreed to devote his best efforts and substantially his entire business time to advancing Meyers' interests. The agreement also provided that Fink's compensation was not to be affected by any inability to perform services on Meyers' behalf. Fink was 75 years old when his employment agreement with Meyers was approved by the directors. There is no claim that he was, or is, in poor health.

Additionally, the Meyers board approved and made interest-free loans to Fink totalling \$225,000. These loans were unpaid and outstanding as of August 1982 when the complaint was filed. At oral argument defendants' counsel represented that these loans had been repaid in full. »

M. Lewis affirme que ces transactions ont été seulement approuvées parce que M. Fink a personnellement sélectionné chaque administrateur et dirigeant de Meyers, que ces transactions n'ont aucun objectif d'affaires valable et qu'il s'agissait d'un gaspillage d'actifs de la société, puisque les sommes à être payées étaient excessives, que M. Fink effectuait peu ou pas de services et en considérant son âge avancé. Aussi, M. Lewis soutenait que l'existence d'un contrat de consultant entre la société Prudential et M. Fink empêchait ce dernier de faire bénéficier Meyers de ses meilleurs efforts. Aussi, M. Lewis affirmait que le prêt octroyé à M. Fink était en réalité une compensation additionnelle sans considération ou avantage pour la société Meyers.

Dans son analyse, la Cour suprême du Delaware a ainsi décrit la règle de l'appréciation commerciale, à la page 812 de cette décision :

« [...] The business judgment 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 taken was in the best interests of the company¹⁴. *Kaplan v. Centex Corp.*, Del. Ch., 284 A.2d 119, 124 (1971); *Robinson v. Pittsburgh Oil Refinery Corp.*, Del. Ch., 14 Del. Ch. 193, 126 A. 46 (1924). Absent an abuse of discretion, that judgment will be respected by the courts. The burden is on the party challenging the decision to establish facts rebutting the presumption. See *Puma v. Marriott*, Del. Ch., 283 A.2d 693, 695 (1971).

The function of the business judgment rule is of paramount significance in the context of a derivative action. It comes into play in several ways -- in addressing a demand, in the determination of demand futility, in efforts by independent disinterested directors to dismiss the action as inimical to the corporation's best interests, and generally, as a defense to the merits of the suit. »¹⁴ [Nous soulignons]

Tous les arguments avancés par M. Lewis ont été repoussés par la Cour suprême du Delaware qui conclut, à la page 818 de cet arrêt :

En 1985, la Cour suprême du Delaware a rendu une autre décision importante quant à la règle de l'appréciation commerciale dans l'affaire *Smith v. Van Gorkom*¹⁵. Dans cette décision, la Cour nous enseigne que pour que le processus décisionnel suivi par les administrateurs soit considéré comme prudent et diligent et qu'ils puissent espérer bénéficier de la déférence des tribunaux, les administrateurs doivent être dûment informés au moment de leur prise de décision. En l'espèce, devant les faits présentés, la Cour a conclu à la négligence grossière des administrateurs dans leur prise de décision et a ainsi renversé la présomption de la règle de l'appréciation commerciale relativement aux décisions prises par ce conseil d'administration¹⁶.

« the plaintiff has failed to allege facts with particularity indicating that the Meyers directors were tainted by interest, lacked independence, or took action contrary to Meyers' best interests in order to create a reasonable doubt as to the applicability of the business judgment rule. Only in the presence of such a reasonable doubt may a demand be deemed futile. »

Ainsi, à défaut pour le demandeur d'avoir renversé cette présomption, la Cour rejette l'action dans cette affaire.

¹⁵ 488 A.2d 858 (Del. Supr. 1985).

¹⁶ Les faits et le raisonnement de la Cour dans la décision *Smith v. Van Gorkom*, préc., note 15 sont les suivants : cette décision porte sur un recours déposé par les actionnaires de Trans Union Corporation (« Trans Union ») à l'encontre des administrateurs et dirigeants de Trans Union. Dans cette affaire, Jerome W. Van Gorkom (« Van Gorkom »), président et chef de la direction de Trans Union, a convoqué d'urgence le conseil d'administration de Trans Union. En ouverture de leur réunion, Van Gorkom a présenté à son conseil d'administration, dans un exposé d'un oral d'une vingtaine de minutes, un projet de fusion pour lequel il s'était préalablement entendu sur plusieurs modalités, notamment le prix qui serait offert aux actionnaires. Van Gorkom n'a pas mentionné la méthodologie qu'il avait utilisée pour aller chercher cette offre ni la façon dont le prix avait été déterminé, à savoir qu'il l'avait lui-même proposé. Sans consulter des spécialistes financiers et sans même avoir pris le temps nécessaire pour lire l'entente de fusion qui leur avait été fourni à la dernière minute, les administrateurs, au terme d'une réunion de conseil qui a duré environ deux heures, ont approuvé cette entente.

La Cour reprend la définition de la règle du jugement d'affaires qu'elle avait posée dans la décision *Aronson v. Lewis*, préc., note 13, 872, discutée précédemment. Appliquant ce principe à la décision du conseil d'administration d'approuver la fusion, la Cour suprême du Delaware a conclu que le conseil d'administration n'avait pas rendu une décision d'affaires informée. La Cour a appuyé son raisonnement sur les trois raisons suivantes, *Smith v. Van Gorkom*, préc. note 15, 874, à savoir :

« The directors (1) did not adequately inform themselves as to Van Gorkom's role in forcing the "sale" of the Company and in establishing the per share purchase price; (2) were uninformed as to the intrinsic value of the Company; and (3) given these circumstances, at a minimum, were grossly negligent in approving the "sale" of the Company upon two hours' consideration, without prior notice, and without the exigency of a crisis or emergency. » (Page 874 de cette décision.)

Les professeurs Raymonde Crête et Stéphane Rousseau, dans une analyse de la règle de l'appréciation commerciale, nous réfèrent à une définition donnée par l'American Law Institute :

- « A director or officer who makes a business judgement in good faith fulfills the duty under this Section if the director or officer:
- is not interested in the subject of the business judgement ;
 - is informed with respect to the subject of the business judgement to the extent the director or officer reasonably believes to be appropriate under the circumstances; and
 - rationally believes that the business judgement is in the best interest of the corporation. »¹⁷

De cette définition des principes de la règle de l'appréciation commerciale aux États-Unis, les professeurs Raymonde Crête et Stéphane Rousseau font ressortir cinq conditions pour qu'une décision des administrateurs bénéficie de la déférence des tribunaux¹⁸ :

- 1- L'appréciation commerciale s'exerce par la prise d'une décision, et ce, même si

Concluant à la négligence grossière des administrateurs dans leur prise de décision, qui s'étaient contentés des représentations de Van Gorkom pour fonder leur décision, la Cour a conclu que la déférence des tribunaux à l'égard des décisions prises par un conseil d'administration et découlant de la règle du jugement d'affaires n'était pas applicable dans les circonstances. La Cour est d'avis que la notion de grossière négligence est la norme appropriée pour déterminer si une décision d'affaires du conseil d'administration est une décision éclairée.

¹⁷ S. ROUSSEAU, « Le rôle des tribunaux et du conseil d'administration dans la gouvernance des sociétés ouvertes : réflexions sur la règle du jugement d'affaires », préc., note 4, 522. L'auteur précise notamment que l'American Law Institute reconnaît plusieurs versions de cette règle du jugement d'affaires. Voir également : Raymonde CRÊTE et Stéphane ROUSSEAU, *Droit des sociétés par actions*, 2^e éd., Montréal, Les Éditions Thémis, 2008, p. 391; AMERICAN LAW INSTITUTE, *Principles of Corporate Governance. Analysis and Recommendations*, St-Paul (Minnesota), American Law Institute Publisher, 1994.

¹⁸ Voir également le test comprenant quatre critères édictés par B. S. SHARMAN, préc. note 4, 136, pour que la décision d'un conseil d'administration bénéficie de la déférence des tribunaux :

« First, the board must make a decision. A decision not to act meets this requirement. Second, the board must have engaged in a process to become adequately *informed* of all material information reasonably available to make its decision. Third, the board must have made its decision in good faith. Fourth, disinterested directors of the board must have made the decision. »
(Les références ont été omises.)

Cet auteur ajoute que ce test correspond à la définition de la règle de l'appréciation commerciale découlant de la décision *Aronson v. Lewis*, préc., note 13, 812.

la décision prise est de ne pas agir¹⁹.

- 2- La protection découlant de cette règle s'applique aux administrateurs n'ayant pas d'intérêt personnel dans cette décision d'affaires²⁰.
- 3- La décision des administrateurs doit être prise de bonne foi, c'est-à-dire ne pas être entachée de fraude ou d'irrégularité²¹.
- 4- La décision doit pouvoir se rattacher à une finalité rationnelle qui participe à l'intérêt de la société²².
- 5- La décision doit résulter d'un processus décisionnel prudent et diligent²³.

¹⁹ Bayless MANNING, « The Business Judgement Rule and the Directors' Duty of Attention : Time of Reality », (1984) 39 *Bus. Law.* 1477.

²⁰ Cette condition maintient qu'il doit y avoir absence de conflit d'intérêts. À cet effet, voir : *Aronson v. Lewis*, préc., note 13, discutée précédemment.

²¹ La Cour de chancellerie du Delaware, appliquant le standard de révision de l'« entire fairness review », a affirmé afin que le processus soit de bonne foi, si un des administrateurs est un spécialiste dans le domaine financier, il doit voter contre et s'opposer à cette transaction, s'il sait ou devait raisonnablement savoir que la transaction était injuste. Il ne peut pas s'en remettre à une attestation d'équité. À ce sujet, voir notamment la décision : *In Re Emerging Communications, Inc. v. Shareholders Litigation*, (2004) No. CIV.A. 16415 (Del. Ch.).

²² Relativement à ce critère, voir : R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, *Droit des sociétés par actions*, préc., note 17, p. 392:

« bien qu'elle puisse être interprétée comme nécessitant une révision du bien-fondé de la décision, cette condition a en réalité une portée limitée en jurisprudence. Selon l'interprétation dominante, elle n'a pas pour objet de faire en sorte que les administrateurs ne seront pas protégés s'ils font preuve d'un jugement à ce point grossier ou irrationnel que leur conduite ne peut être animée que par la mauvaise foi ».

Voir aussi : S. ROUSSEAU, « Le rôle des tribunaux et du conseil d'administration dans la gouvernance des sociétés ouvertes : réflexions sur la règle du jugement d'affaires », préc., note 4, 523; S. ROUSSEAU et P. DESALLIERS, *Les devoirs des administrateurs lors d'une prise de contrôle. Étude comparative du droit du Delaware et du droit canadien*, préc., note 4, p. 111 et 112.

De plus, relativement à ce critère de la finalité de la décision prise par le conseil d'administration, ces auteurs réfèrent notamment à la classification faite par M. P. DOOLEY, préc., note 4, 478 et 479. Voir également : *Brehm v. Eisner*, 746 A.2d 244 (Del. Supr. 2000), 264; *Oil Corp. v. Levien*, 280 A.2d 717 (Del. Supr. 1971), 720.

²³ Pour que le processus décisionnel suivi soit considéré comme prudent et diligent et qu'ils puissent bénéficier de la déférence des tribunaux, la jurisprudence du Delaware a posé comme critère que les administrateurs doivent être dûment informés au moment de la prise de décision. À cet effet, la décision *Smith v. Van Gorkom*, préc. note 15, discutée précédemment demeure la décision de principe sur ce point. Aussi, relativement à la norme de grossière négligence discutée dans l'arrêt *Smith v. Van Gorkom*, voir aussi : *Cede & Co. c Technicolor Inc.*, préc., note 12, 369-371.

Voir également : B. S. SHARMAN, préc. note 4 et S. ROUSSEAU, « Le rôle des tribunaux et du conseil d'administration dans la gouvernance des sociétés ouvertes : réflexions sur la règle du jugement d'affaires », préc., note 4, par. 80-117.

Par conséquent, si ces cinq conditions sont rencontrées relativement à une décision prise par un conseil d'administration, les tribunaux s'abstiendront de réviser cette décision. Un éventuel demandeur pourrait cependant renverser cette présomption, s'il démontre que les administrateurs, dans leur prise de décision, ont agi de manière frauduleuse ou empreinte de mauvaise foi, qu'ils ont abusé de leur discrétion ou encore qu'ils en ont retiré un bénéfice personnel au détriment de la société²⁴.

2.2 LA MODULATION DU STANDARD DE REVISION JUDICIAIRE

À la lumière de la jurisprudence du Delaware, il ressort que la règle de l'appréciation commerciale s'est vue modulée différemment suivant les faits propres à chaque affaire. Ainsi, les tribunaux du Delaware ont développé différents standards de révision judiciaire en cette matière, dont notamment l'« entire fairness » et l'« enhanced judicial scrutiny » qui seront étudiés sous ce point²⁵.

2.2.1 L'« entire fairness »

Le standard de révision judiciaire désigné comme l'« entire fairness »²⁶ s'insère dans un contexte où il est démontré que les administrateurs ne peuvent se prévaloir de la règle de l'appréciation commerciale, parce que la situation est telle qu'elle heurte leur devoir de loyauté, par exemple, le cas où un administrateur est en conflit d'intérêts. En pareilles circonstances, tel que discuté précédemment, il s'opère un renversement de fardeau de la preuve. Toutefois, en vertu du principe de l'« entire fairness », les administrateurs peuvent néanmoins démontrer qu'ils agissaient dans le meilleur intérêt de la société et

²⁴ Ces critères sont tirés de l'arrêt *Aronson v. Lewis*, préc., note 13, 812. Plus récemment, voir : *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation*, 2006 Del. LEXIS 307 (Del. Supr. Ct.). Voir aussi : Maurice MARTEL et Paul MARTEL, *La compagnie au Québec. Les aspects juridiques*, vol. 1, mise à jour no 78, septembre 2009, p. 23-206.

²⁵ À cet effet, voir notamment: William T. ALLEN, Jack B. JACOBS et Leo E. STRINE, « Function Over Form: A Reassessment of Standards of Review in Delaware Corporation Law », (2001) 56 *Bus. Law* 1287; Melvin A. EISENBERG, « The Divergence of Standards of Conduct and Standards of Review in Corporate Law », (1993) 62 *Fordham L. Rev.* 437; S. ROUSSEAU et P. DESALLIERS, *Les devoirs des administrateurs lors d'une prise de contrôle. Étude comparative du droit du Delaware et du droit canadien*, préc., note 4, p. 123.

²⁶ Cette expression est traduite comme étant le « test de l'équité entière » dans l'ouvrage S. ROUSSEAU et P. DESALLIERS, *Les devoirs des administrateurs lors d'une prise de contrôle. Étude comparative du droit du Delaware et du droit canadien*, préc., note 4, p. 122 et 123.

que leur décision était équitable dans les circonstances. S'ils échouent dans cette démonstration, les administrateurs perdent alors le bénéfice de la déférence des tribunaux provenant de la règle de l'appréciation commerciale.

La Cour suprême du Delaware a développé, dans la décision *Weinberger v. UOP, Inc.*²⁷, l'« entire fairness ». Il s'agit d'un test strict suivant lequel les administrateurs doivent démontrer le caractère équitable à l'égard de deux aspects, soit l'équité procédurale, à savoir le processus suivi (« fair dealing »), et l'équité substantielle, à savoir la substance de la décision (« fair price »).

Dans cette affaire portant sur le caractère équitable d'une fusion, ce test à deux volets a ainsi été développé par la Cour suprême du Delaware :

« The concept of fairness has two basic aspects: fair dealing and fair price. The former embraces questions of when the transaction was timed, how it was initiated, structured, negotiated, disclosed to the directors, and how the approvals of the directors and the stockholders were obtained. The latter aspect of fairness relates to the economic and financial considerations of the proposed merger, including all relevant factors: assets, market value, earnings, future prospects, and any other elements that affect the intrinsic or inherent value of a company's stock. [...] However, the test for fairness is not a bifurcated one as between fair dealing and price. All aspects of the issue must be examined as a whole since the question is one of entire fairness. However, in a non-fraudulent transaction we recognize that price may be the preponderant consideration outweighing other features of the merger. Here, we address the two basic aspects of fairness separately because we find reversible error as to both. »²⁸

Pour remplir les conditions de l'« entire fairness » et ainsi bénéficier de la déférence des tribunaux, les administrateurs ont le fardeau de démontrer l'équité procédurale et l'équité substantielle, telles que définies par la Cour dans la décision *Weinberger v. UOP, Inc.*

²⁷ 457 A. 2d 701 (Del. 1983).

²⁸ *Weinberger v. UOP, Inc.*, préc., note 27, 711. À propos de ce test, voir également : *Cede & Co v. Technicolor, Inc.*, préc., note 12, 362-373; *Nixon v. Blackwell*, 626 A.2d 1366, 1375-1379 (Del. 1993); *In Re Emerging Communications, Inc. v. Shareholders Litigation*, préc., note 21, 28 et suiv.

2.2.2 L'« enhanced judicial scrutiny »

La Cour suprême du Delaware, dans la décision *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*²⁹ (« *Unocal* »), a développé un nouveau standard de révision judiciaire des décisions prises par les administrateurs, soit l'« enhanced judicial scrutiny »³⁰. Cette modulation du standard de révision judiciaire, dans une situation de changements de contrôle, s'applique en remplacement de la règle de l'appréciation commerciale aux décisions portant notamment sur les mesures défensives adoptées par le conseil d'administration. Cela s'explique du fait que, dans un tel contexte, il peut arriver que les administrateurs aient un certain degré d'intérêts personnels en jeu, comme l'explique la Cour dans l'arrêt *Unocal* :

« because of the omnipresent specter that a board may be acting primarily in its own interests, there is an enhanced duty which calls for judicial examination at the threshold before the protection of the business judgment rule may be conferred. »³¹

Dans cette décision, la Cour a élaboré une révision à deux volets pour qu'un tribunal puisse décider, dans un contexte où les administrateurs doivent justifier une décision prise dans certaines circonstances, si les administrateurs doivent bénéficier de la déférence des tribunaux. Ce test s'applique ainsi relativement à une mesure défensive :

1. « Reasonableness Test » : Le conseil d'administration doit démontrer sa bonne foi ainsi que ses motifs raisonnables de croire, à la suite d'un examen approfondi, qu'il existait une menace aux politiques corporatives et à l'efficacité de la compagnie qui nécessitait l'adoption d'une ou de mesures défensives.
2. « Proportionality Test » : La mesure défensive doit être raisonnable compte tenu de la menace posée. Les administrateurs doivent ainsi prendre en considération la nature de la prise de contrôle et son effet sur la compagnie.

²⁹ 493 A.2d 946 (Del. 1985).

³⁰ Cette expression est traduite comme étant le « test de l'examen judiciaire rehaussé » dans l'ouvrage S. ROUSSEAU et P. DESALLIERS, *Les devoirs des administrateurs lors d'une prise de contrôle. Étude comparative du droit du Delaware et du droit canadien*, préc., note 4, p. 125-130.

³¹ *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, préc., note 29, 954-955.

Si le conseil d'administration ne réussit pas à démontrer au tribunal le respect de ces deux volets du test, la décision des administrateurs n'est pas pour autant invalidée. La Cour appliquera alors le standard de l'« entire fairness » en regard de cette décision et les administrateurs devront alors démontrer que leur décision était équitable quant au processus suivi (« fair dealing ») et quant à la substance de la décision (« fair price »).

Ainsi, le standard de révision judiciaire de l'« enhanced judicial scrutiny » est plus restrictif que la règle de l'appréciation commerciale, mais moins contraignant que le renversement du fardeau de la preuve provenant de l'« entire fairness » discuté précédemment.

Les faits de la décision *Unocal* s'avèrent pertinents afin d'apprécier l'application de ce test. Cette affaire porte sur une mesure défensive adoptée par le conseil d'administration d'Unocal Corp. (« Unocal »). Mesa Petroleum Co. (« Mesa »), un actionnaire minoritaire détenant environ 13 % des actions d'Unocal a déposé une offre hostile afin d'acquérir des actions supplémentaires, et ce, dans l'unique but de devenir propriétaire de plus de 50 % des titres de Unocal et ainsi d'obtenir le contrôle de la société. Dans une éventuelle réussite de l'atteinte de ce seuil, Mesa pouvait nommer de nouveaux administrateurs qui auraient approuvé une fusion des deux sociétés selon certaines conditions prévues à l'offre. Après avoir effectué un examen approfondi, basé notamment sur les conseils de leurs conseillers juridiques et financiers, Unocal a conclu que l'offre de Mesa était inadéquate et contraignante. Dans cette perspective, le conseil d'administration a adopté une mesure défensive réactive, par laquelle Unocal procéderait au rachat de ses actions, à l'exception de celles détenues par Mesa, à un prix supérieur à celui offert. C'est en raison de cette exclusion que Mesa a saisi la Cour de chancellerie du Delaware et a demandé, entre autres, qu'elle statue sur la validité de cette mesure défensive et rende une injonction préliminaire pour bloquer le rachat d'actions par Unocal.

La Cour suprême, dans l'arrêt *Unocal*, a ainsi apporté une modification à la règle de l'appréciation commerciale et créé la norme intermédiaire de l'« enhanced judicial scrutiny ». Référant à la décision *Pogostin v. Rice*³² qu'elle avait rendue antérieurement, elle a rappelé que la règle de l'appréciation commerciale s'appliquait dans le contexte

³² 480 A.2d 619 (1984).

d'une prise de contrôle, mais a reconnu par le fait même qu'il existait un danger inhérent de conflit d'intérêts dans un tel contexte :

« When a board addresses a pending takeover bid it has an obligation to determine whether the offer is in the best interests of the corporation and its shareholders. In that respect a board's duty is no different from any other responsibility it shoulders, and its decisions should be no less entitled to the respect they otherwise would be accorded in the realm of business judgment. *See also Johnson v. Trueblood*, 629 F.2d 287, 292-293 (3d Cir. 1980). There are, however, certain caveats to a proper exercise of this function. Because of the omnipresent specter that a board may be acting primarily in its own interests, rather than those of the corporation and its shareholders, there is an enhanced duty which calls for judicial examination at the threshold before the protections of the business judgment rule may be conferred. »³³

S'appuyant sur les faits de l'affaire *Unocal*, Mesa a tenté de renverser la présomption de la règle de l'appréciation commerciale en mettant en preuve que les administrateurs agissaient ainsi pour protéger leurs propres intérêts, qu'ils bénéficiaient grandement de l'offre de rachat et qu'ils ont manqué à leur devoir fiduciaire dans la prise de leurs décisions en excluant Mesa de l'offre de rachat, discriminant ainsi un actionnaire.

Ultimement, la Cour suprême a toutefois jugé que l'exclusion de Mesa dans le rachat était valide dans les circonstances et a conclu que les administrateurs avaient profité de l'offre de rachat de la même façon, au même titre et non pas davantage, que les autres actionnaires.

Subséquemment, la Cour suprême du Delaware, dans l'arrêt *Unitrin v. American General Corp.*³⁴ (« *Unitrin* ») est venue atténuer le deuxième volet du test de l'« enhanced judicial scrutiny », soit le critère de la proportionnalité, élaboré par ce même tribunal dans la décision *Unocal*.

Cette décision de la Cour suprême du Delaware portait sur les mesures défensives adoptées en réponse à une offre publique d'achat hostile menée par American General afin d'acquérir toutes les actions d'Unitrin. Le but recherché par American General était

³³ *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, préc., note 29, 954.

³⁴ *Unitrin v. American General Corp.*, 651 A.2d 1361 (Del. 1995).

ultimement de fusionner les deux sociétés. Avant que l'offre ne soit déposée par American General, Unitrin l'avait informé que la société n'était pas à vendre. Quoi qu'il en soit, cette dernière a reçu une offre non sollicitée d'American General et, après avoir consulté ses conseillers juridiques et financiers, Unitrin a répondu à cette offre hostile en adoptant des mesures défensives³⁵. En réaction à ces mesures défensives, American General, appuyée par certains actionnaires d'Unitrin, a déposé une demande d'injonction devant les tribunaux.

Dans un tel contexte, la Cour nous enseigne que, dans un premier temps, elle doit déterminer si la conduite des administrateurs est de nature défensive. Ensuite, dans un second temps, le tribunal doit procéder à une révision judiciaire approfondie afin de décider de la validité des mesures défensives, et ce, par l'application du test de l'« enhanced judicial scrutiny », élaboré dans l'arrêt *Unocal*. Ce test, discuté précédemment, revêt deux volets, à savoir le caractère raisonnable et le caractère proportionnel des mesures défensives adoptées. La Cour suprême du Delaware a atténué ce deuxième volet et écrit: « if the board of directors' defensive response is not draconian (preclusive or coercive) and is within a "range of reasonableness", a court must not substitute its judgment for the board's »³⁶.

Dans l'affaire *Unitrin*, la Cour suprême du Delaware a conclu que les mesures adoptées étaient raisonnables en raison de la menace posée.

Sous ce point, nous avons discuté de deux standards de révision judiciaire développés par les tribunaux du Delaware, à savoir l'« entire fairness » et l'« enhanced judicial scrutiny ». Comme nous l'avons vu, le test de l'« entire fairness » s'applique notamment

³⁵ Le conseil d'administration a adopté différentes mesures défensives, à savoir la mise en place d'une pilule empoisonnée, l'adoption d'une disposition intitulée « advance notice bylaw », qui exige un avis de soixante jours des actionnaires qui ont l'intention de nommer un administrateur ou de faire une proposition lors d'une assemblée des actionnaires, et un programme de rachat, pour lequel les dirigeants ne participeront pas. De plus, les statuts de la société prévoyaient une disposition de super majorité (*supermajority voting*), aussi connue comme une mesure anti-requin ou « shark repellent » qui empêchait toute proposition d'un actionnaire détenant une participation de plus de 15 %, à moins qu'il ait obtenu l'approbation de la majorité des dirigeants ou l'approbation des actionnaires à 75 %.

³⁶ *Unitrin v. American General Corp.*, préc., note 34, 1388. Voir aussi: *Paramount Communication Inc. v. QVC Network Inc.*, préc., note 10, où la Cour suprême du Delaware a également appliqué l'« enhanced judicial scrutiny test ». Cette décision sera analysée plus en détail dans la section traitant des prises de contrôle.

pour une décision prise par les administrateurs dans une situation de conflit d'intérêts, tandis que l'« enhanced judicial scrutiny » convient, entre autres, aux décisions des administrateurs qui ont mené à l'adoption de mesures défensives. De plus, comme nous discuterons davantage lors de l'analyse de la décision *Paramount Communications Inc. v. QVC Network Inc.*³⁷, l'« enhanced judicial scrutiny » se rapporte également aux décisions des administrateurs prises dans un contexte où la société est en jeu.

2.3 LES DEVOIRS DES ADMINISTRATEURS DANS LE CONTEXTE D'UNE PRISE DE CONTROLE

Dans le contexte où un changement de contrôle s'avère imminent, les tribunaux du Delaware ont posé comme principe général que le conseil d'administration se doit de maximiser la valeur de la société au bénéfice des actionnaires³⁸. En droit américain, l'arrêt maintes fois cité et qui a tracé ce principe a été rendu par la Cour suprême du Delaware, en 1986, dans l'affaire *Revlon Inc. c. MacAndrews & Forbes Holdings Inc.*³⁹ (« *Revlon* »). L'obligation pour les administrateurs de maximiser la valeur de la société pour les actionnaires est aussi connue sous l'appellation des devoirs *Revlon* (communément appelé « *Revlon Duties* »): « The duty of the board has thus changed from the preservation of Revlon as a corporate entity to the maximization of the company's value at a sale for the stockholders' benefit »⁴⁰.

À l'origine de cette affaire, les présidents du conseil et chefs de la direction respectifs de Pantry Pride et de Revlon Inc. (« *Revlon* ») s'étaient initialement rencontrés pour discuter d'une possible acquisition de Revlon par Pantry Pride. Le prix suggéré par le président et chef de la direction de Pantry Pride se situait entre 40 \$ et 50 \$ par action.

³⁷ Préc., note 10.

³⁸ Voir également la décision *Mills Acquisition Co. v. MacMillan Inc.* 559 A. 2d 1261 (1989), 1288, qui ne sera pas expressément traitée dans ce travail, mais dans laquelle la Cour suprême du Delaware a statué : « We stated in *Revlon*, and again here, that in a sale of corporate control the responsibility of the directors is to get the highest value reasonably attainable for the shareholders ». Voir aussi les décisions *Barkan v. Amsted Indus., Inc.*, 567 A.2d 1279 (Del. 1989) et *Wilmington Trust Co. v. Coulter*, 200 A.2d 441, 448 (Del. 1964), suivant lesquelles lorsque les administrateurs ou fiduciaires agissent de façon neutre et égale, ils favorisent ainsi la maximisation de la valeur.

³⁹ *Revlon Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986).

⁴⁰ *Id.*, 182.

Cependant, Revlon considérait que cette offre ne reflétait pas la valeur intrinsèque de la société. Notons que toutes les propositions d'acquisition subséquentes de Pantry Pride furent réfutées par Revlon. La Cour note dans son jugement que ces refus se fondaient peut-être fondés sur une profonde antipathie de la part du président et chef de la direction de Revlon à l'endroit de son confrère de Pantry Pride.

Ainsi, devant le refus de Revlon, Pantry Pride a lancé sa première offre hostile à un prix de 47,50 \$ par action. Face à cette menace, les administrateurs de Revlon ont approuvé l'adoption de deux mesures défensives, à savoir le rachat de cinq millions des trente millions d'actions en circulation et l'adoption d'une pilule empoisonnée.

En dépit de ces mesures, Pantry Pride a de nouveau augmenté son offre, d'abord à 50 \$ par action, puis à 53 \$ par action. Dans l'intervalle, un chevalier blanc, Forstmann Little & Co. (« Forstmann »), est entré en jeu et a présenté une offre à 56 \$ par action qui fût approuvée par les administrateurs de Revlon.

Pantry Pride a alors majoré son offre à 56,25 \$. En réponse à cette nouvelle offre, Forstmann a conclu avec Revlon une entente pour un prix de 57,25 \$ par action. Cette entente prévoyait une convention de blocage sur deux éléments importants de la société, à savoir les divisions « Revlon's Vision Care » et « National Health Laboratories », une entente de non-sollicitation et des frais de rupture.

En dépit de cette entente, Pantry Pride a augmenté son offre à 58 \$ par action et a déposé une injonction afin de demander la nullité des mesures mises en place par Revlon et de l'entente de blocage conclue avec Frostmann.

Dans son analyse⁴¹, la Cour suprême reprenant, tout comme elle l'avait fait dans *Unocal*⁴² les termes de l'arrêt *Aronson v. Lewis*⁴³, a écrit :

« If the business judgment rule applies, there is a "presumption that in making a business decision the directors of a corporation acted on an

⁴¹ Dans cet arrêt, la Cour suprême a étudié chaque mesure défensive mise en place par le conseil d'administration de Revlon. Aux fins de ce présent travail, nous ne discuterons pas de l'analyse portant spécifiquement sur les mesures défensives.

⁴² *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, préc., note 29.

⁴³ *Aronson v. Lewis*, préc., note 13.

informed basis, in good faith and in the honest belief that the action taken was in the best interests of the company.” *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d at 812. However, when a board implements anti-takeover measures there arises “the omnipresent specter that a board may be acting primarily in its own interests, rather than those of the corporation and its shareholders ...” *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d at 954. This potential for conflict places upon the directors the burden of proving that they had reasonable grounds for believing there was a danger to corporate policy and effectiveness, a burden satisfied by a showing of good faith and reasonable investigation. *Id.* at 955. In addition, the directors must analyze the nature of the takeover and its effect on the corporation in order to ensure balance—that the responsive action taken is reasonable in relation to the threat posed. »⁴⁴

Dans la décision *Revlon*, la Cour suprême a établi que lorsque la société est en jeu, ce qui était le cas de *Revlon* qui faisait face à une offre publique d’achat hostile⁴⁵, le conseil d’administration doit se changer en commissaire priseur pour obtenir le meilleur prix possible pour les actionnaires⁴⁶. Dans cette situation, le conseil d’administration est tenu de considérer uniquement les intérêts des actionnaires.

À cet effet, la Cour suprême du Delaware écrit :

« The *Revlon* board argued that it acted in good faith in protecting the noteholders because *Unocal* permits consideration of other corporate constituencies. Although such considerations may be permissible, there are fundamental limitations upon that prerogative. A board may have regard for various constituencies in discharging its responsibilities, provided there are rationally related benefits accruing to the stockholders *Unocal*, 493 A.2d at 955. However, such concern for non-stockholder interests is inappropriate when an auction among active bidders is in progress, and the object no longer is to protect or

⁴⁴ *Revlon Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, préc., note 39, 180.

⁴⁵ *Id.*, 182 : « The *Revlon* board's authorization permitting management to negotiate a merger or buyout with a third party was a recognition that the company was for sale ».

⁴⁶ *Id.*, 182 où la Cour écrit :

« The duty of the board had thus changed from the preservation of *Revlon* as a corporate entity to the maximization of the company's value at a sale for the stockholders' benefit. This significantly altered the board's responsibilities under the *Unocal* standards. It no longer faced threats to corporate policy and effectiveness, or to the stockholders' interests, from a grossly inadequate bid. The whole question of defensive measures became moot. The directors' role changed from defenders of the corporate bastion to auctioneers charged with getting the best price for the stockholders at a sale of the company. » (Nous soulignons.)

maintain the corporate enterprise but to sell it to the highest bidder. »
(Nous soulignons.)

Rejetant l'application de la déférence de la Cour découlant de la règle de l'appréciation commerciale, la Cour suprême du Delaware, dans l'arrêt *Revlon*, a appliqué le test de l'« enhanced judicial scrutiny » et a conclu :

« In conclusion, the Revlon board was confronted with a situation not uncommon in the current wave of corporate takeovers. A hostile and determined bidder sought the company at a price the board was convinced was inadequate. The initial defensive tactics worked to the benefit of the shareholders, and thus the board was able to sustain its *Unocal* burdens in justifying those measures. However, in granting an asset option lock-up to Forstmann, we must conclude that under all the circumstances the directors allowed considerations other than the maximization of shareholder profit to affect their judgment, and followed a course that ended the auction for Revlon, absent court intervention, to the ultimate detriment of its shareholders. No such defensive measure can be sustained when it represents a breach of the directors' fundamental duty of care. See *Smith v. Van Gorkom*, Del.Supr., 488 A.2d 858, 874 (1985). In that context the board's action is not entitled to the deference accorded it by the business judgment rule. The measures were properly enjoined. The decision of the Court of Chancery, therefore, is AFFIRMED. »

Ainsi, suivant l'enseignement de la Cour suprême du Delaware, le conseil d'administration, dans le contexte d'une prise de contrôle, se doit de mettre en place un processus d'enchère afin de maximiser la valeur de la société pour l'unique bénéfice des actionnaires, en ne considérant pas les parties prenantes⁴⁷.

À la suite de l'affaire *Revlon*, la Cour suprême du Delaware a rendu une décision dans l'affaire *Paramount Communications Inc. v. Time Inc.*⁴⁸ (« *Time Inc.* ») qui mérite que l'on s'y attarde puisqu'elle apporte une distinction à l'égard de l'obligation des administrateurs de maximiser la valeur de la société pour les actionnaires dans le cadre d'une prise de contrôle. Dans cet arrêt, la Cour a conclu que, des faits qui lui ont été présentés, *Time Inc.* (« *Time* ») n'était pas en jeu, contrairement à *Revlon*, et qu'en pareilles circonstances, les administrateurs n'avaient pas l'obligation d'aller chercher le meilleur prix pour les actionnaires, tel qu'énoncé dans l'arrêt *Revlon*.

⁴⁷ Pour plus d'informations sur le processus d'enchère qui doit être mis sur pied, voir : S. ROUSSEAU et P. DESALLIERS, *Les devoirs des administrateurs lors d'une prise de contrôle. Étude comparative du droit du Delaware et du droit canadien*, préc., note 4, p. 169-177.

⁴⁸ 571 A.2d 1140 (Del. 1990).

Dans cette affaire, Time, suivant son plan stratégique, a négocié une opération de fusion avec Warner Communications inc. (« Warner »). Avant que la fusion ne soit soumise au vote des actionnaires de Time, Paramount Communication Inc. (« Paramount ») a lancé une offre publique d'achat hostile sur les actions de Time qui prévoyait une importante prime pour les actionnaires. Devant cette offre inattendue, le conseil d'administration de Time s'est réuni trois fois et a conclu que l'offre était inadéquate et que la fusion avec Warner s'avérait une meilleure stratégie. Le conseil d'administration de Time a refusé d'entamer des négociations avec Paramount, préférant se concentrer sur les modalités de sa fusion avec Warner. À cet effet, Time a restructuré sa transaction comme une offre publique d'échange de la part de Time sur Warner, évitant ainsi le vote des actionnaires.

Appelée à se prononcer sur ce litige, la Cour suprême du Delaware a dû déterminer si Time, lorsqu'elle a décidé de fusionner avec Warner, s'était mise en jeu. À cette occasion, la Cour a précisé deux situations où les devoirs *Revlon* s'appliquent, soit lorsque la société initie un appel d'offres afin d'être acquise ou une réorganisation implique la dissolution ou le démantèlement de la société. Les devoirs *Revlon* peuvent également trouver application dans le cas où, à la suite d'une offre d'un acquéreur potentiel, la société abandonne sa stratégie à long terme et recherche une transaction alternative qui implique son démantèlement. La Cour pose ces exemples comme étant des situations où la société sera considérée en jeu.

La Cour, dans *Time Inc.*, appliquant le test de l'« enhanced judicial scrutiny » développé dans l'arrêt *Unocal* relativement à la décision du conseil d'administration de poursuivre l'opération de fusion avec Warner et de ne pas donner suite à l'offre de Paramount, a déterminé que la décision du conseil d'administration en réponse à l'offre publique d'achat hostile de Paramount était, dans les circonstances, raisonnable et proportionnelle et, ainsi, qu'elle respectait les deux volets de ce test. Aussi, la Cour a conclu qu'il ne lui avait pas été démontré que les négociations de Time et Warner allaient inévitablement mener à la dissolution ou au démantèlement, comme ce fut le cas dans l'affaire *Revlon*⁴⁹. De plus, rien ne laissait entendre que l'accord de fusion avec

⁴⁹ Dans *Paramount Communications Inc. v. Time Inc.*, préc., note 48, 1150, la Cour suprême du Delaware a écrit notamment :

Warner allait mener à l'abandon par Time de son plan stratégique, ni que la vente de Time était inévitable. Ainsi, les devoirs *Revlon*, à savoir l'obligation pour les administrateurs d'aller chercher la meilleure valeur de la société pour les actionnaires, n'ont pas été déclenchés en l'espèce, puisque Time n'était pas en jeu. L'arrêt *Time Inc.* a donc ajouté une condition nécessaire à l'application des devoirs *Revlon*, à savoir que la société se doit d'être en jeu⁵⁰.

L'obligation énoncée par la Cour suprême du Delaware dans les décisions *Revlon* et *Time Inc.*, à savoir qu'en réaction à un changement de contrôle imminent, les administrateurs doivent chercher le meilleur prix possible pour les actionnaires, a été atténuée par ce même tribunal dans l'arrêt *Paramount Communications Inc. v. QVC Network Inc.*⁵¹ (*QVC Network Inc.* »). Dans cette décision, cette obligation a été diluée pour constituer l'obligation de tenter d'obtenir la meilleure valeur raisonnablement disponible dans des circonstances données et en prenant en considération d'autres éléments que le prix.

Dans cette affaire, Viacom Inc. (« Viacom ») a amorcé des négociations avec Paramount au cours desquelles ils ont conclu une entente contenant des clauses de non-sollicitation d'offres concurrentes, de frais de rupture ainsi que des attributions d'options. À la suite de la conclusion de cette entente, les deux sociétés ont annoncé leur fusion. Toutefois, en réaction à cette annonce, QVC Network inc. (« QVC ») a alors déposé une offre hostile concurrente pour acquérir Paramount. S'ensuivent alors des surenchères entre Viacom et QVC qui se sont conclues par le dépôt d'une offre de Viacom évaluée à 85 \$ par action et d'une offre de QVC évaluée à 90 \$ par action. Le conseil d'administration de Paramount n'a pas retiré les mesures de défense discutée précédemment et a décidé

« We first take up plaintiffs' principal *Revlon* argument, summarized above. In rejecting this argument, the Chancellor found the original Time-Warner merger agreement not to constitute a "change of control" and concluded that the transaction did not trigger *Revlon* duties. The Chancellor's conclusion is premised on a finding that "[b]efore the merger agreement was signed, control of the corporation existed in a fluid aggregation of unaffiliated shareholders representing a voting majority--in other words, in the market." The Chancellor's findings of fact are supported by the record and his conclusion is correct as a matter of law. However, we remise our rejection of plaintiffs' *Revlon* claim on different grounds, namely, the absence of any substantial evidence to conclude that Time's board, in negotiating with Warner, made the dissolution or breakup of the corporate entity inevitable, as was the case in *Revlon*. »

⁵⁰ *Paramount Communications Inc. v. Time Inc.*, préc., note 48.

⁵¹ Préc., note 10.

de donner suite à l'offre déposée par Viacom. QVC a alors déposé une requête contestant les mesures défensives mises en place par Paramount.

Relativement à la possibilité pour le conseil d'administration de considérer des éléments non financiers, la Cour a écrit :

« In determining which alternative provides the best value for the stockholders, a board of directors is not limited to considering only the amount of cash involved, and is not required to ignore totally its view of the future value of a strategic alliance. Instead, the directors should analyze the entire situation and evaluate in a disciplined manner the consideration being offered. Where stock or other non-cash consideration is involved, the board should try to quantify its value, if feasible, to achieve an objective comparison of the alternatives. In addition, the board may assess a variety of practical considerations relating to each alternative, including: [an offer's] fairness and feasibility; the proposed or actual financing for the offer, and the consequences of that financing; questions of illegality; ... the risk of non-consum[m]ation; ... the bidder's identity, prior background and other business venture experiences; and the bidder's business plans for the corporation and their effects on stockholder interests.

These considerations are important because the selection of one alternative may permanently foreclose other opportunities. While the assessment of these factors may be complex, the board's goal is straightforward: Having informed themselves of all material information reasonably available, the directors must decide which alternative is most likely to offer the best value reasonably available to the stockholders. »⁵²

Les administrateurs de Paramount, s'appuyant sur la décision *Time Inc.*⁵³, discutée précédemment, ont allégué que les devoirs *Revlon* n'avaient pas été déclenchés. Cet argument a été rejeté par la Cour, qui a différencié les faits de la présente affaire à ceux ayant menés à la décision *Time Inc.* et a écrit :

« Accordingly, when a corporation undertakes a transaction which will cause: (a) a change in corporate control; or (b) a break-up of the corporate entity, the directors' obligation is to seek the best value reasonably available to the stockholders. This obligation arises because the effect of the Viacom-Paramount transaction, if consummated, is to shift control of Paramount from the public stockholders to a controlling stockholder, Viacom. Neither Time-

⁵² *Paramount Communications Inc. v. QVC Network Inc.*, préc., note 10, 44-45.

⁵³ Préc., note 48.

Warner nor any other decision of this Court holds that a “break-up” of the company is essential to give rise to this obligation where there is a sale of control. »⁵⁴

La Cour a souligné quelles étaient les obligations des administrateurs de Paramount en l'espèce :

« Under the facts of this case, the Paramount directors had the obligation: (a) to be diligent and vigilant in examining critically the Paramount-Viacom transaction and the QVC tender offers; (b) to act in good faith; (c) to obtain, and act with due care on, all material information reasonably available, including information necessary to compare the two offers to determine which of these transactions, or an alternative course of action, would provide the best value reasonably available to the stockholders; and (d) to negotiate actively and in good faith with both Viacom and QVC to that end. »⁵⁵

Appliquant le test de l'« enhanced judicial scrutiny », la Cour suprême du Delaware a conclu que le processus suivi par le conseil d'administration a été déficient et qu'en privilégiant Viacom, au lieu de considérer QVC, ils ne se sont pas assurés d'obtenir le meilleur prix. Au lieu de profiter du fait que QVC était également intéressée par Time, les administrateurs ont choisi de se cloisonner de l'information importante qui leur était raisonnablement disponible et de se cacher derrière les mesures défensives en refusant de négocier avec QVC ou en cherchant d'autres alternatives. Comme la Cour fait remarquer : « Their view of the strategic alliance likewise became an empty rationalization as the opportunities for higher value for the stockholders continued to develop »⁵⁶. Ainsi, la Cour a conclu qu'en favorisant Viacom, les administrateurs de Paramount n'ont pas rempli leurs obligations fiduciaires.

La Cour suprême du Delaware, dans *QVC Network Inc.*, a donc modifié l'obligation pour les administrateurs de maximiser la valeur de la société pour les actionnaires dans le contexte où une société est en jeu, tel qu'exprimé par les décisions *Revlon* et *Time Inc.*, et a conclu à une obligation atténuée de tenter d'obtenir la meilleure valeur raisonnablement disponible dans les circonstances données et en prenant en considération d'autres éléments que le prix.

⁵⁴ *Id.*, 48.

⁵⁵ *Id.*, 48.

⁵⁶ *Id.*, 51.

Depuis cette trilogie de décisions portant sur les obligations des administrateurs dans le contexte d'une prise de contrôle, les tribunaux du Delaware ont raffiné le principe initialement posé par les motifs de l'arrêt *Revlon*, mais ont conservé l'obligation de maximiser la valeur de la société pour les actionnaires en y faisant certaines adaptations⁵⁷.

Ainsi, sous ce point, nous avons discuté des décisions clés du Delaware dans le contexte d'une prise de contrôle. Tout d'abord, nous avons analysé la décision *Revlon* dans laquelle la Cour a statué que les administrateurs ont l'obligation de mettre en place un processus d'enchères afin de maximiser la valeur pour l'unique bénéficiaire des actionnaires. En effet, la mise sur pied d'une enchère représente la meilleure façon d'aller chercher la meilleure valeur pour la société, ce qui se matérialise par une prime de contrôle qui appartient aux actionnaires de cette société. Cette norme de contrôle a quelque peu été atténuée, dans la décision *Time Inc.*, où la Cour a énoncé qu'une société doit être en jeu pour que cette obligation du conseil d'administration trouve application. La Cour a précisé des situations où la société est en jeu, à savoir que la société initie un appel d'offres pour se vendre, qu'une réorganisation de la société mènera à son démantèlement ou si la société abandonne sa stratégie à long terme, à la

⁵⁷ À ce sujet, voir notamment l'arrêt *In Re the Mony Group Inc. Shareholder Litigation*, 852 A.2d 9 (Del. Ch. 2004), rendu par la Cour suprême du Delaware qui a reconnu que les administrateurs peuvent décider, en certaines circonstances, de négocier une opération avec un seul acquéreur. Ainsi, contrairement à la prétention de certains actionnaires, en concentrant leurs négociations avec un seul acquéreur, les administrateurs ne contreviennent pas en soi à leurs obligations fiduciaires. Par conséquent, certains contextes font en sorte que l'obligation de tenir une enchère, tel qu'édicté par la Cour dans la décision *Revlon*, ne trouve plus application. Ce choix peut notamment s'expliquer pour les raisons exprimées par la Cour dans cette affaire où l'approche d'un seul acquéreur potentiel offrait l'avantage de protéger l'information privilégiée relative aux affaires menées par la société par rapport aux risques que sa divulgation dans le cadre d'une enchère ne mène pas aux résultats attendus. La Cour a mentionné dans cette décision que le conseil d'administration de Money était composé de membres sophistiqués dans le domaine financier et de l'assurance et qui ont basé leur décision sur leurs connaissances de l'industrie et sur les partenaires stratégiques disponibles à la société. La Cour a conclu que les administrateurs avaient agi raisonnablement en respectant leurs devoirs fiduciaires.

Voir également, la décision: *In re Netsmart Technologies, Inc. Shareholder Litigation*, 924 A.2d 171, (Del. 2007), suivant laquelle il ne faut pas tirer la conclusion, à la suite de l'arrêt *In Re the Mony Group Inc.*, que le devoir de maximiser la valeur des actionnaires, notamment par le processus d'enchère, est tombé dans l'oubli. Ainsi, dans cette décision, la Cour de chancellerie du Delaware réitérait les devoirs *Revlon* et a conclu que même si le conseil d'administration et le comité spécial avaient mis en place un processus d'enchère entre des soumissionnaires du secteur de l'investissement privé, le processus mis en place n'était pas en accord avec le devoir des administrateurs de chercher le meilleur prix pour les actionnaires raisonnablement disponibles.

suite d'une offre d'un acquéreur potentiel et se met à rechercher une transaction qui implique son démantèlement.

CHAPITRE II : LES LIGNES DE FORCE DES PRISES DE CONTRÔLE AU CANADA AVANT BCE – L'INFLUENCE DES DEVOIRS REVLON ET L'ARRÊT PEOPLES

1. L'INFLUENCE DES DEVOIRS REVLON ET LA THÉORIE DE LA PRIMAUTÉ DES ACTIONNAIRES

À une certaine époque, devant l'absence de jurisprudence et de principes en droit canadien relatifs aux devoirs des administrateurs en matière de changement de contrôle, les juristes canadiens ont puisé dans les décisions rendues par les tribunaux du Delaware afin de s'inspirer.

Ainsi, sous ce point, nous analyserons la façon dont le droit des sociétés au Canada a appliqué des principes dérivés du droit du Delaware relativement aux devoirs des administrateurs de même qu'au standard de révision judiciaire applicable aux décisions prises par les administrateurs, dans le contexte d'une prise de contrôle.

1.1. LES DISPOSITIONS PERTINENTES DE LA *LOI CANADIENNE SUR LES SOCIÉTÉS PAR ACTIONS*

Les dispositions législatives pertinentes à la présente section se retrouvent aux articles 102 et 122 de la L.C.S.A. En tout premier lieu, rappelons que la gestion de la société est attribuée par le législateur aux administrateurs suivant le paragraphe 102 (1) de la L.C.S.A. :

« **102.** (1) Sous réserve de toute convention unanime des actionnaires, les administrateurs gèrent les activités commerciales et les affaires internes de la société ou en surveillent la gestion.

(2) Le conseil d'administration se compose d'un ou de plusieurs administrateurs; au cas où des valeurs mobilières en circulation de la société ayant fait appel au public sont détenues par plusieurs personnes, il compte au moins trois administrateurs dont deux ne font partie ni des dirigeants ni des employés de celle-ci ou des personnes morales de son groupe. »

Sur cette base, le législateur impose expressément, au paragraphe 122 (1) de la L.C.S.A., certaines obligations aux administrateurs et aux dirigeants :

« 122. (1) Les administrateurs et les dirigeants doivent, dans l'exercice de leurs fonctions, agir :

a) avec intégrité et de bonne foi au mieux des intérêts de la société;

b) avec le soin, la diligence et la compétence dont ferait preuve, en pareilles circonstances, une personne prudente.
[...] »

Le législateur édicte ainsi deux devoirs distincts aux administrateurs, à savoir un devoir de loyauté, en vertu du sous-paragraphe (a) et un devoir de prudence et diligence, en vertu du sous-paragraphe (b). Ces obligations viennent baliser le processus décisionnel des administrateurs relativement à la gestion de la société.

Ces obligations, contextualisées lors d'une prise de contrôle, sont au cœur même de l'analyse du présent travail. À certains moments, il s'est avéré difficile d'interpréter avec certitude certains concepts de ces devoirs, entre autres le devoir de loyauté qui exige que les administrateurs agissent « au mieux des intérêts de la société »⁵⁸ et la norme de prudence et diligence dont doivent faire preuve les administrateurs⁵⁹. Ces concepts ont causé bien des maux aux juristes canadiens.

⁵⁸ Comme nous pouvons le constater du présent travail, les tribunaux canadiens ont eu à se prononcer à maintes reprises sur l'interprétation de l'expression « au mieux des intérêts de la société ». Voir à cet effet : Stéphane ROUSSEAU, « Devoirs des administrateurs et des dirigeants », dans Jurisclasseur Québec, coll. « Droit des affaires », *Droit des sociétés*, fasc. 7, Montréal, LexisNexis Canada, feuilles mobiles, par. 26-46.

⁵⁹ À cet effet, la Cour d'appel fédérale a ainsi défini la norme du devoir de prudence et diligence dans la décision *Soper v. Canada*, [1998] 1 C.F. 124 (CAF), par. 25 :

« L'administrateur n'a pas besoin de manifester, dans l'exercice de ses fonctions, un degré de compétence et de soin supérieur à ce qu'on peut attendre d'une personne ayant ses connaissances et son expérience. Ainsi, la norme de prudence est partiellement objective (la norme de la personne raisonnable) et partiellement subjective étant donné que la personne raisonnable est définie en fonction des connaissances et de l'expérience de l'intéressé. »

Pour une analyse approfondie de cette norme, voir également : S. ROUSSEAU, « Le rôle des tribunaux et du conseil d'administration dans la gouvernance des sociétés ouvertes : réflexions sur la règle du jugement d'affaires », préc., note 4, 507-510. Le professeur Rousseau discute également de ce devoir et notamment du standard laxiste qui lui était appliqué avant la décision: *Magasins à rayons Peoples inc. (Syndic de) c. Wise*, préc.,

Les premières apparitions sans équivoque d'une règle de déférence des tribunaux à l'égard de décisions d'affaires prises par le conseil d'administration prenaient leurs assises dans la théorie de la primauté des actionnaires⁶⁰, dans le contexte d'une prise de contrôle imminente. Cette théorie est restée en place jusqu'à la décision de la Cour suprême du Canada, en 2004, dans l'affaire *Peoples*⁶¹, où la Cour suprême du Canada a permis une incursion de la théorie des parties prenantes⁶².

1.2. LES DEVOIRS DES ADMINISTRATEURS DANS LE CADRE D'UNE PRISE DE CONTRÔLE

Avant de porter notre attention sur les décisions de principe rendues en la matière par les tribunaux canadiens, rappelons que la jurisprudence issue du Delaware a pour fondement que, dans un contexte imminent de changement de contrôle d'une société, le devoir des administrateurs consiste à maximiser la valeur de la société, et ce, pour le seul bénéfice des actionnaires. Comme nous serons à même de le constater, la jurisprudence canadienne s'est fortement inspirée de ce principe du droit du Delaware et du principe de déférence des tribunaux face aux décisions prises par les administrateurs à l'intérieur de certaines balises⁶³.

note 9. Voir à ce sujet: Stéphane ROUSSEAU, « Directors' Duty of Care after Peoples : Would It Be Wise to Start Worrying about Liability », (2005) 41 *Can. Bus. L.J.* 223-235.

⁶⁰ Relativement à la théorie de la primauté des actionnaires, voir : Christopher C. NICHOLLS, « Governance, Mergers and Acquisitions, and Global Capital Markets », dans Janis SARRA, *Corporate Governance in Global Market*, Vancouver, UBCPress, 2003, 85, 93-96; David JOHNSTON et Kathleen Doyle ROCKWELL, *Canadian Securities Regulation*, 4^e Éd., Markham, LexisNexis Butterworth, 2006, 648.

⁶¹ *Magasins à rayons Peoples inc. (Syndic de) c. Wise*, préc., note 9.

⁶² Relativement à la théorie des parties prenantes et la primauté des actionnaires, voir : S. ROUSSEAU, « Sans frontières? Les devoirs des administrateurs de sociétés par actions à la lumière de la jurisprudence récente », [2006] 1 *C.P. du N.* 101, 124-133.

⁶³ Cette obligation a été retenue par les tribunaux canadiens, notamment dans les décisions : *CW Shareholdings Inc. v. WIC Western International Communications Ltd.*, [1998] O.J. No. 1886 (Ont. Gen. Div.); *Maple Leaf Foods v. Schneider Corp.*, (1998) 1130 O.A.C. 253 (Ont. C.A.); *Re Olympia & York Enterprises Ltd. and Hiram Walker Resources Ltd. et al.*, [1986] O.J. No. 679 (Ont. H.C.J.); *Ventas, Inc. v. Sunrise Senior Living Real Estate Investment Trust*, [2007] O.J. No. 1083 (Ont. C.A.); *Rogers Communications Inc. v. MacLean Hunter Ltd.*, [1994] O.J. No. 408 (Ont. C.J.); *Lac Minerals Ltd. v. Royal Oak Mines Inc.*, (1994) 17 O.S.B.C. 4963; *Canadian Jorez Limited c. Mannville Oil & Gas Ltd.*, (1992) 15 O.S.B.C. 527.

Une première jurisprudence clé en droit canadien des sociétés est intervenue, en 1998, dans l'affaire *CW Shareholdings Inc. v. WIC Western International Communications Ltd.*⁶⁴ (« *CW Shareholdings Inc.* »). Dans ses motifs, la Cour de l'Ontario a énoncé les devoirs des administrateurs dans une situation de prise de contrôle imminente et a clarifié le standard de révision judiciaire applicable en droit canadien.

Les faits de cette affaire sont pertinents afin d'apprécier la décision rendue par la Cour. Le capital-actions de WIC Western International Communications Ltd (« WIC ») était composé d'actions votantes détenues en grande majorité par Shaw Communications et Cathton (soit respectivement 49,96 % chacun) et d'actions non-votantes détenues ainsi : 39,3 % sur le marché public, 35,7 % pour CanWest, 14 % pour Shaw Communications et 11 % pour Cathton.

CanWest a lancé une offre publique d'achat hostile pour acquérir toutes les actions en circulation de WIC. En réaction, le conseil d'administration de WIC a jugé que cette offre était inadéquate. Après avoir mis en place un comité spécial d'administrateurs et avoir retenu les services de conseillers juridiques et financiers, le conseil d'administration a recommandé aux actionnaires de ne pas accepter l'offre de CanWest et a adopté une pilule empoisonnée. Cette pilule a toutefois été retirée ultérieurement, à la suite d'une décision de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario qui ordonnait son démantèlement⁶⁵.

Parallèlement, le comité spécial, assisté des conseillers financiers de la société, a mis en place un processus pour générer des offres concurrentes, notamment en faisant circuler de l'information sur WIC à des acquéreurs potentiels et en discutant avec eux de la possibilité de mettre sur pied un centre de documentation, communément appelé

⁶⁴ *CW Shareholdings Inc. v. WIC Western International Communications Ltd.*, préc., note 63.

⁶⁵ Relativement à cette pilule empoisonnée, CanWest a fait une demande auprès de la commission des valeurs mobilières de l'Ontario (« CVMO »), pour que cette pilule soit retirée. La CVMO, s'appuyant sur le fait que le comité spécial n'était pas indépendant et que les actionnaires ne s'étaient pas prononcés sur cette pilule, a accepté la demande de CanWest. À ce sujet, voir : *CW Shareholdings Inc. v. WIC Western International Communications Ltd.*, préc., note 63, par. 77; *CW Shareholdings Inc. (Re)*, IN THE MATTER OF the Securities Act R.S.O. 1990, c. S.5, as amended AND IN THE MATTER OF CW Shareholdings Inc. and WIC Western International Communications Ltd., (1998), 21 OSCB 2899.

un « data room ». À ce sujet, bien que CanWest ait demandé l'accès à cette information confidentielle, cela lui fut refusé.

Avant l'expiration de l'offre hostile déposée par CanWest, Shaw Communications, à titre de chevalier blanc (la version anglaise habituellement utilisée est « white knight »), a déposé une offre publique d'achat pour laquelle elle s'était préalablement entendue avec le conseil d'administration de WIC relativement à des frais de rupture de 30 millions de dollars et à une entente de blocage irrévocable pour un prix d'exercice de 160 millions sur la division radio de WIC. En réponse à cette nouvelle offre, CanWest a alors augmenté son offre, conditionnelle au retrait des mesures de protection mise en place, et a déposé une demande de redressement pour abus⁶⁶.

L'affaire *CW Shareholdings Inc.* revêt une importance capitale en droit des sociétés au Canada, puisque c'est la première décision où un tribunal statue clairement sur les devoirs du conseil d'administration dans le contexte d'une offre publique d'achat. À cet effet, la Cour nous enseigne que:

« In the context of a hostile take-over bid situation where the corporation is "in play" (i.e., where it is apparent there will be a sale of equity and/or voting control) the duty is to act in the best interests of the shareholders as a whole and to take active and reasonable steps to maximize shareholder value by conducting an auction. »⁶⁷

La Cour a ainsi appliqué l'obligation de maximisation de la valeur pour les actionnaires développée par l'arrêt *Revlon*⁶⁸, en plus de nous renseigner sur le moment où une

⁶⁶ La demande de redressement pour abus est aussi connue sous le nom « recours en oppression ». Pour une discussion sur ce type de recours, voir : Dennis PETERSON, *Shareholder Remedies in Canada*, 2^e Éd., mise à jour no 76, février 2008, LexisNexis, ch. 18 et Annexe A-1.

⁶⁷ *CW Shareholdings Inc. v. WIC Western International Communications Ltd.*, préc., note 63, par. 40.

⁶⁸ Dans cette décision, le juge Blair fait état du devoir des administrateurs dans un contexte de prise de contrôle en appliquant les enseignements énoncés par la Cour suprême du Delaware dans l'arrêt *Revlon*, au par. 41 à 43 :

« [41] [...] In the context of a hostile take-over bid situation where the corporation is "in play" [...] the duty is to act in the best interests of the shareholders as a whole and to take active and reasonable steps to maximize shareholder value by conducting an auction. [...]

société devient en jeu⁶⁹. Même si le tribunal a suivi les principes de la décision américaine *Revlon*, cette Cour de l'Ontario a quand même ouvert une porte à l'atténuation avancée par la décision du Delaware *QVC Network Inc.*⁷⁰ et a ainsi reconnu que l'obligation des administrateurs serait remplie si ces derniers avaient tenté d'obtenir la meilleure valeur raisonnablement disponible dans les circonstances.

La Cour précise que, dans le respect de cette obligation de maximiser la valeur pour les actionnaires, les administrateurs doivent chercher à minimiser les conflits d'intérêts qui sont inhérents à leur position dans le contexte d'une prise de contrôle et suggère, à cet égard, au conseil d'administration de mettre sur pied un comité spécial d'administrateurs et de retenir les services de conseillers juridiques et financiers indépendants⁷¹.

À la suite de cet éclaircissement quant aux devoirs des administrateurs lorsqu'un changement de contrôle est imminent, la Cour a clarifié le standard applicable, en droit

[42] In the American authorities this shareholder maximization-through-auction duty is known as the “Revlon Duty”, based on the decision of the Delaware Supreme Court in *Revlon Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings*, 506 A.2d 173 (1986). At p. 182 of that report, the court said:

The duty of the board had thus changed from the preservation of Revlon as a corporate entity to the maximization of the company's value at a sale for the stockholders' benefit. This significantly altered the board's responsibilities... the directors' role changed from defenders of the corporate bastion to auctioneers charged with getting the best price for the stockholders at a sale of the company.

[43] The directors, moreover, are obliged to exercise these duties and carry out the maximization process in a fashion which takes into account—and minimizes, to the fullest extent reasonably possible—the conflict of interest which is inherent in the position in which they find themselves. The company for which they are responsible is under attack. There is a natural tendency to be defensive. More importantly, there is a natural tendency to protect their own position of management and control. Jobs and careers are at stake. »

Le juge Blair applique également la décision *Revlon* en ce qui concerne la validité des conventions de blocage et des frais de rupture, par. 56 et 57.

⁶⁹ Le juge Blair définit ainsi le moment où une société se retrouve en jeu, au par. 41 : « where it is apparent there will be a sale of equity and/or voting control ».

⁷⁰ 637 A.2d 34 (Del. 1994).

⁷¹ *CW Shareholdings Inc. v. WIC Western International Communications Ltd.*, préc., note 63, par. 42 et 44. Relativement aux comités spéciaux d'administrateurs, voir notamment : *Pente Investment Management Ltd c. Schneider Corp.*, (1998) 113 O.A.C 253, confirmé (1998) 40 B.L.R. (2d) 244 (Ont. Gen. Div.), par. 46. Voir aussi : Christopher C. NICHOLLS, *Mergers and Acquisitions and Other Changes of Corporate Control*, collection Essentials of Canadian Law, Irwin Law, Toronto, 2007, p. 196-198.

canadien, à la révision des décisions prises par les administrateurs. À ce sujet, la Cour a distingué son raisonnement de celui de la Cour d'appel de la Saskatchewan, dans la décision *Producers Pipeline*⁷² qui avait imposé aux administrateurs le fardeau de démontrer qu'ils avaient agi dans le meilleur intérêt de la société :

« To the extent that this statement may be said to impose an evidentiary burden on the directors of a target company to justify their actions and their business decisions, I think, respectfully, that it goes too far and does not represent the law in Ontario on these matters. In my view it places the initial burden in the wrong place; and it creates the potential for diluting to a very weak potion, the business judgment approach to review of directors' decisions. For all of the reasons articulated by McKinlay J.A. in *Brant Investments v. KeepRite*, supra, this would not be a wise or practical development. »⁷³

⁷² Dans une des premières décisions en droit canadien relatives au standard de révision judiciaire applicable à l'égard des décisions prises par un conseil d'administration, l'arrêt *347883 Alberta Ltd. v. Producers Pipelines Inc.*, (1991) 80 D.L.R. (4th) 359, la Cour d'appel de la Saskatchewan, en 1991, a voulu imposé aux administrateurs un standard semblable à celui statué par la Cour suprême du Delaware dans l'arrêt *Unocal*, par. 38:

« In summary, when a corporation is faced with susceptibility to a take-over bid or an actual take-over bid, the directors must exercise their powers in accordance with their overriding duty to act bona fide and in the best interests of the corporation even though they may find themselves, through no fault of their own, in a conflict of interest situation. If, after investigation, they determine that action is necessary to advance the best interests of the company, they may act, but 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 entrenchment of the directors. »

⁷² Ce test suivant lequel le conseil d'administration ne peut exercer ses pouvoirs pour un motif ou un objectif illégitime est connu sous le nom de « proper purpose ». Voir à ce sujet : Mary G. CONDON, Anita I. ANAND et Janis P. SARRA, *Securities Law in Canada. Cases and Commentary*, Toronto, Emond Montgomery Publications, 2003, p. 529; S. ROUSSEAU et P. DESALLIERS, *Les devoirs des administrateurs lors d'une prise de contrôle. Étude comparative du droit du Delaware et du droit canadien*, préc., note 4, p. 228. L'influence de l'arrêt *Unocal* de la Cour suprême du Delaware s'est également fait ressentir dans la décision en droit canadien : *Re Olympia & York Enterprises Ltd. and Hiram Walker Resources Ltd. et al*, préc., note 63.

⁷³ *CW Shareholdings Inc. v. WIC Western International Communications Ltd.*, préc., note 63, par. 65.

La Cour a alors adopté un standard similaire à la règle de l'appréciation commerciale développée par les tribunaux du Delaware et elle a ainsi défini cette déférence dont un juge doit parfois faire preuve :

« In assessing whether or not directors have met their fiduciary and statutory obligations, as outlined earlier in these Reasons, Canadian courts have generally approached the subject on the basis of what has become known as the "business judgment rule". This rule is an extension of the fundamental principle that the business and affairs of a corporation are managed by or under the direction of its board of directors. It operates to shield from court intervention business decisions which have been made honestly, prudently, in good faith and on reasonable grounds. In such cases, the board's decisions will not be subject to microscopic examination and the Court will be reluctant to interfere and to usurp the board of director's function in managing the corporation. »⁷⁴

Ce standard canadien de révision judiciaire s'apparente à celui développé au Delaware, sauf qu'au Canada, la Cour y a ajouté l'analyse du processus décisionnel qui a mené à la décision du conseil d'administration.

Dans cette décision, la Cour a conclu que les administrateurs de WIC avaient agi dans le respect de leur devoir de loyauté et de leurs obligations légales, de façon honnête et de bonne foi, afin de parvenir à leur objectif qui était la maximisation de la valeur de WIC pour les actionnaires. Ils ont agi avec prudence et diligence et ont retenu les services de conseillers financiers et légaux indépendants.

Les auteurs Stéphane Rousseau et Patrick Desalliers sont toutefois critiques envers cette décision⁷⁵. Ils sont notamment d'avis que, contrairement à l'interprétation de la Cour, l'offre de CanWest n'a pas déclenché les devoirs *Revlon*, et ce, notamment du fait que WIC était une société à actionnariat concentré. De plus, en ce qui concerne le standard de révision judiciaire, bien que le juge ait traité des conflits d'intérêts inhérents, dans le contexte d'une prise de contrôle, il a préféré donner préséance à l'autorité décisionnelle du conseil d'administration et a refusé d'appliquer les tests de l'« entire fairness » et de l'« enhanced judicial scrutiny » discutés précédemment,

⁷⁴ *Id.*, par. 59. Cette décision a été suivie par : *Act Enterprises Ltd. v. Cliger Construction Ltd.*, [2001] B.C.J. No. 1544 (B.-C. S. C.).

⁷⁵ S. ROUSSEAU et P. DESALLIERS, *Les devoirs des administrateurs lors d'une prise de contrôle. Étude comparative du droit du Delaware et du droit canadien*, préc., note 4, p. 239-247.

préférant appliquer la règle de l'appréciation commerciale. Selon ces auteurs, l'« entire fairness » aurait dû s'appliquer aux faits de cette affaire, puisqu'il y avait une possibilité de conflits d'intérêts pour les administrateurs de la société.

Une seconde décision canadienne mérite notre attention, soit l'arrêt *Maple Leaf Foods v. Schneider Corp.*⁷⁶ (« *Schneider Corp.* ») rendue en 1998 par la Cour d'appel de l'Ontario. Tout comme la décision *CW Shareholdings Inc.*⁷⁷, la Cour a conclu que les administrateurs sont tenus de faire tous les efforts afin de maximiser la valeur pour les actionnaires. Cependant, s'éloignant de la décision *CW Shareholdings Inc.*, qui avait appliqué le devoir découlant de l'arrêt *Revlon* de tenir un processus d'enchère afin de maximiser la valeur pour les actionnaires, la Cour dans *Schneider Corp.* a plutôt appliqué le principe de maximisation, tel qu'atténué par la décision de la Cour suprême du Delaware *QVC Network Inc.* dans laquelle la Cour avait affirmé qu'il n'y avait pas d'obligation de mettre systématiquement sur pied une enchère pour remplir cette obligation qui incombe aux administrateurs⁷⁸.

Les faits de cette affaire sont pertinents afin d'apprécier la décision rendue par la Cour d'appel de l'Ontario. Cela a débuté, lorsque Maple Leaf a annoncé son intention de faire une offre publique d'achat hostile pour acquérir l'une de ses concurrentes, la société Schneider Corporation (« Schneider ») en offrant une contrepartie de 19 \$ par action pour les actions ordinaires, votantes, et les actions de catégorie A, non-votantes, lesquelles étaient respectivement inscrites à la cote de la Bourse de Toronto. Il importe de mentionner que le capital-actions de Schneider était détenu par un important actionnaire de contrôle, soit la famille Schneider (la « Famille ») qui détenait 75 % des actions ordinaires et 17 % des actions de catégorie A. Cependant, cette détention de la Famille représentait seulement 22,9 % de la valeur de l'équité totale de la société.

En réaction à cette annonce, Schneider a mis en place un comité spécial composé d'administrateurs indépendants. Ce comité avait pour mandat d'étudier l'offre faite par

⁷⁶ *Maple Leaf Foods v. Schneider Corp.*, préc., note 63 est aussi connu sous le nom *Pente Investment Management Ltd. v. Schneider Corp.*

⁷⁷ *CW Shareholdings Inc. v. WIC Western International Communications Ltd.*, préc., note 63.

⁷⁸ Dans un arrêt récent, la Cour d'appel de l'Ontario a également appliqué le principe suivant lequel les administrateurs ont le devoir d'aller chercher la meilleure valeur pour les actionnaires qui est raisonnablement disponible dans les circonstances. Voir à cet effet : *Ventas, Inc. v. Sunrise Senior Living Real Estate Investment Trust*, préc., note 63.

Maple Leaf, d'explorer d'autres alternatives possibles et de faire des recommandations au conseil d'administration. À la suite de cette première offre, le comité spécial, avec ses conseillers financiers et légaux, ainsi que la haute direction ont commencé à contacter d'autres acquéreurs potentiels. Ils ont également établi un centre de documentation pour divulguer de l'information confidentielle à des acquéreurs potentiels. Il est important de préciser qu'au moment où cette offre non sollicitée fut lancée, la Famille n'avait pas envisagé de vendre ses actions.

Le conseil d'administration de Schneider a déposé une circulaire dans laquelle il recommandait aux actionnaires de ne pas voter en faveur de l'offre faite par Maple Leaf, invoquant que cette offre ne représentait pas la juste valeur des actions de Schneider. Par la suite, le conseil d'administration de Schneider a adopté une mesure défensive, soit une pilule empoisonnée, pour permettre au conseil d'administration de disposer de plus de temps pour rechercher d'autres acquéreurs potentiels tout en suspendant temporairement l'offre hostile de Maple Leaf.

Maple Leaf a alors augmenté son offre à 22 \$ par action. Au même moment, Schneider a reçu deux offres écrites, une provenant de Booth Creek Inc. (« Booth Creek ») et l'autre de Smithfield Foods Inc. (« Smithfield ») pour acquérir la totalité des actions de Schneider. Relativement aux offres reçues, la Famille a indiqué qu'elle préférait vendre ses actions à Smithfield. Smithfield a par la suite majoré son offre à 25 \$, suivi de Booth Creek qui a enchéri à 25,50 \$ par action. Après considérations fiscales, cette dernière offre était néanmoins moins intéressante pour la Famille que celle de Smithfield. À ce moment, la Famille a annoncé au conseil d'administration qu'elle était prête à accepter l'offre révisée de Smithfield.

Considérant que l'offre de Smithfield respectait les attentes financières de la Famille, tout en étant conforme aux valeurs de cette dernière quant à la continuité des affaires, au maintien des emplois au sein de la société, ainsi qu'à l'égard de ses relations avec ses clients et fournisseurs, la Famille a donc conclu une convention de dépôt de ses actions en faveur de Smithfield. En dépit de cette convention intervenue, Maple Leaf a majoré son offre à 29 \$ par action et a déposé une demande de redressement pour abus afin de faire annuler la convention conclue entre la Famille et Smithfield. Soulignons toutefois qu'en plus de ne pas respecter les valeurs de la Famille discutées

précédemment, en prenant en compte les considérations fiscales, l'offre de Maple Leaf ne s'avérait pas plus avantageuse que celle proposée par Smithfield.

Maple Leaf a notamment prétendu que le comité spécial n'était pas indépendant et que les recommandations qu'il avait données au conseil d'administration de Schneider n'étaient pas dans le meilleur intérêt de la société et de ses actionnaires. Aussi, Maple Leaf soutenait que le conseil d'administration n'était pas indépendant, puisqu'il a permis à Douglas Dodds, le président et chef de la direction de Schneider, de négocier avec des acquéreurs potentiels.

Maple Leaf a demandé au tribunal d'invalidier l'entente intervenue entre la Famille et Smithfield sur la base que la procédure du comité spécial et du conseil d'administration menant à cet accord n'était pas dans l'intérêt des actionnaires non membres de la Famille et leur causait un préjudice.

Maple Leaf a demandé au tribunal d'invalidier l'entente intervenue entre la Famille et Smithfield sur la base que la procédure du comité spécial et du conseil d'administration menant à cet accord n'était pas dans l'intérêt des actionnaires non membres de la Famille et leur causait un préjudice.

Le raisonnement de la Cour est pertinent en l'espèce quant au standard de révision judiciaire applicable. Maple Leaf était d'avis que le standard de l'« enhanced judicial scrutiny » devrait s'appliquer à la décision prise par le conseil d'administration de Schneider. Cependant, la Cour a préféré appliquer la règle de l'appréciation commerciale et a écrit :

« The court looks to see that the directors made a reasonable decision not a perfect decision. Provided the decision taken is within a range of reasonableness, the court ought not to substitute its opinion for that of the board even though subsequent events may have cast doubt on the board's determination. As long as the directors have selected one of several reasonable alternatives, deference is accorded to the board's decision [...]. This formulation of deference to the decision of the Board is known as the "business judgment rule". The fact that alternative transactions were rejected by the directors is irrelevant unless it can be shown that a particular alternative was

definitely available and clearly more beneficial to the company than the chosen transaction. »⁷⁹

Bien que la Cour d'appel ait identifié ce standard de révision judiciaire comme étant la règle de l'appréciation commerciale, force est d'admettre, à la lecture de cet extrait, que ce standard de révision judiciaire ainsi expliqué s'apparente au test de l'« enhanced judicial scrutiny », élaboré par la Cour suprême du Delaware dans *QVC Network Inc.*⁸⁰ Dans cette décision, la Cour a énoncé que les administrateurs se doivent de gérer la société selon leur bon jugement et que celui-ci doit être un jugement éclairé qui a une base raisonnable⁸¹.

La Cour d'appel, en l'espèce, a conclu que les membres du comité spécial avaient agi de bonne foi, dans les circonstances. Le tribunal a précisé que l'offre à 29 \$ déposée par Maple Leaf était aussi avantageuse et non davantage que celle de Smithfield.

La Cour s'est dite d'avis que le conseil d'administration a respecté ses obligations en créant, dès que de Maple Leaf a annoncé son intention de déposer une offre, un comité spécial composé d'administrateurs indépendants, et ce, dans le but de maximiser la valeur des actions de la société et d'atténuer les craintes de conflit d'intérêts des administrateurs. À ce sujet, la Cour a précisé que les négociations menées par Dodds avec des acquéreurs potentiels pouvaient mener à un conflit d'intérêts, mais en l'espèce, que Dodds avait agi de façon diligente et tout à fait appropriée. Un des éléments qui différencie le cas de Dodds avec la décision *CW Shareholdings Inc.* est le fait que Dodds n'était pas membre du comité spécial indépendant qui a pour mandat de protéger les intérêts des actionnaires minoritaires et d'être objectif quant à ces offres d'acquisition.

À l'égard de l'argument de Maple Leaf suivant lequel le conseil d'administration ne lui a pas donné l'occasion de renchérir, la Cour a précisé que les administrateurs n'ont pas l'obligation de tenir une enchère dans tous les cas :

⁷⁹ *Maple Leaf Foods v. Schneider Corp.*, préc., note 63, par. 36.

⁸⁰ Préc., note 10.

⁸¹ Pour une analyse de cette obligation pour les administrateurs de se renseigner, voir : S. ROUSSEAU, « Le rôle des tribunaux et du conseil d'administration dans la gouvernance des sociétés ouvertes : réflexions sur la règle du jugement d'affaires », préc., note 4, 516-521.

« Revlon is not the law in Ontario. In Ontario, an auction need not be held every time there is a change in control of a company. An auction is merely one way to prevent the conflicts of interest that may arise when there is a change of control by requiring that directors act in a neutral manner toward a number of bidders [...] There is no single blueprint that directors must follow. Although the decision in Paramount and the other decisions of the courts in Delaware to which I have referred are not the law of Ontario, they can, however, offer some guidance.

When it becomes clear that a company is for sale and there are several bidders, an auction is an appropriate mechanism to ensure that the board of a target company acts in a neutral manner to achieve the best value reasonably available to shareholders in the circumstances. When the board has received a single offer and has no reliable grounds upon which to judge its adequacy, a canvass of the market to determine if higher bids may be elicited is appropriate, and may be necessary. »⁸² (Nous soulignons.)

Ainsi, la Cour a rejeté la requête de Maple Leaf et a conclu à l'équité de la transaction proposée bien qu'il n'y ait pas eu de processus d'enchères mis sur pied, considérant notamment que la Famille était uniquement disposée à vendre à Smithfield et qu'il s'agissait d'un élément que le conseil d'administration devait prendre en considération.

À la suite de l'analyse que nous venons de faire des devoirs des administrateurs au Canada dans le cadre d'une prise de contrôle, force est de constater que les tribunaux canadiens se sont éloignés peu à peu des enseignements de la décision *Revlon* de la Cour suprême du Delaware, comme en font foi les décisions *CW Shareholdings Inc.* et particulièrement *Schneider Corp.* Dans *CW Shareholdings Inc.*, la Cour a statué que l'obligation des administrateurs était la maximisation de la valeur pour les actionnaires et que cette obligation serait remplie si ces derniers avaient tenté d'obtenir la meilleure valeur raisonnablement disponible, dans les circonstances. Ainsi, contrairement à *Revlon*, il ne s'agit plus nécessairement du meilleur prix pour les actionnaires. Dans *Schneider Corp.*, le tribunal s'est davantage éloigné de l'arrêt *Revlon* en affirmant que les administrateurs n'avaient pas l'obligation de tenir une enchère et qu'une démarche dans le marché pouvait être suffisante.

⁸² *Maple Leaf Foods v. Schneider Corp.*, préc., note 63, par. 61-63. Ce principe a également été suivi dans la décision *Sterling Centrecorp Inc. (Re)*, [2007] O.J. No. 3072 (Ont. S.C.), par. 43, où la Cour supérieure de l'Ontario a affirmé que dans les circonstances de cette affaire, elle n'était pas d'avis que le processus d'enchère était l'unique façon pour les administrateurs de s'assurer d'aller chercher la valeur maximale pour les actionnaires.

1.3. L'ÉTAT DU DROIT QUANT À LA RÈGLE DE L'APPRÉCIATION COMMERCIALE AVANT L'ARRÊT PEOPLES

Ainsi, à la suite de l'analyse de l'émergence d'une jurisprudence canadienne relative aux obligations des administrateurs dans le contexte d'une prise de contrôle imminente, nous constatons que l'obligation de maximiser la valeur de la société s'est avérée, à différents degrés, la théorie privilégiée. Cependant, comme nous venons de le voir, certains tribunaux ont avancé que pour se conformer à cette obligation, les administrateurs n'ont pas l'obligation de tenir nécessairement une enchère et, dans certaines circonstances, la négociation avec un seul acquéreur était conforme aux devoirs des administrateurs.

La définition de la règle de l'appréciation commerciale développée par les tribunaux canadiens tire certes son origine du droit du Delaware. La Cour, dans *CW Shareholdings Inc.*, a d'ailleurs appliqué un standard de révision judiciaire très semblable à celui développé par les tribunaux du Delaware, notamment dans *Revlon*. Dans *Schneider Corp.*, le tribunal a affirmé que la règle de l'appréciation commerciale s'appliquait en l'espèce. Cependant, nous sommes d'avis que la Cour a plutôt appliqué un standard de révision s'apparentant davantage à celui de l'« enhanced judicial scrutiny », tel que développé par la Cour suprême du Delaware dans *QVC Network Inc.*

Pour ce qui est du standard de révision judiciaire applicable, les tribunaux canadiens seront réticents à s'ingérer dans les affaires d'une société et à transposer leur décision à celle prise par le conseil d'administration, dans les cas où ses membres ont pris une décision de bonne foi, informés et croyant agir d'une manière raisonnable au mieux des intérêts de la société. De plus, la décision se doit d'être raisonnable et équitable dans les circonstances de l'affaire⁸³.

⁸³ En plus des décisions discutées précédemment, voir également : *Greenlight Capital Inc. v. Stronach*, [2006] O.J. No. 4353 (Ont. S.C.), conf. par [2008] O.J. No. 2749 (Ont. Div. Ct); *Ford Motor Co. of Canada v. Ontario Municipal Employees Retirement Board*, [2006] O.J. No. 27 (Ont. C.A.).

2. L'ARRÊT *PEOPLES* DE LA COUR SUPRÊME DU CANADA— UNE OUVERTURE VERS LA THÉORIE DES PARTIES PRENANTES

« [...] [P]our déterminer s'il agit au mieux des intérêts de la société, il peut être légitime pour le conseil d'administration, vu l'ensemble des circonstances dans un cas donné, de tenir compte notamment des intérêts des actionnaires, des employés, des fournisseurs, des créanciers, des consommateurs, des gouvernements et de l'environnement. »⁸⁴

Ce passage, maintes fois cité, des motifs énoncés par la Cour suprême du Canada dans l'affaire *Magasins à rayons Peoples inc. (Syndic de) c. Wise*⁸⁵ (« *Peoples* »), en 2003, a causé bien des maux aux juristes canadiens, comme nous le verrons dans cette section.

Certes, la Cour suprême du Canada, dans cet arrêt, a voulu s'éloigner du devoir pour les administrateurs de maximiser la valeur de la société au bénéfice unique des actionnaires, tel qu'énoncé par la jurisprudence du Delaware et qui avait été appliqué jusqu'alors par les tribunaux canadiens, notamment dans les décisions *CW Shareholdings Inc.* et *Schneider Corp.* discutées précédemment. Cependant, contrairement aux décisions étudiées précédemment et intervenues lors d'une situation de changement de contrôle, il convient de préciser que l'arrêt *Peoples* a été rendu dans un contexte de faillite d'une société.

Les critiques relatives à la décision *Peoples* de la Cour suprême du Canada ont été nombreuses⁸⁶. Force est d'admettre que les juristes canadiens se sont montrés perplexes à la lecture de cette décision et méfiants à circonscrire avec précision et certitude l'étendue de cette décision, voire son influence dans le contexte d'une prise de contrôle. Plusieurs juristes ont reproché au plus haut tribunal du Canada d'avoir posé de nouveaux principes juridiques, sans leur donner les guides nécessaires pour les interpréter, notamment et plus particulièrement en ce qui a trait à l'interprétation de

⁸⁴ *Magasins à rayons Peoples inc. (Syndic de) c. Wise*, préc., note 9, par. 42.

⁸⁵ *Id.*, 461.

⁸⁶ Voir à ce sujet notamment la Revue canadienne du droit du commerce (The Canadian Business Law Journal), (2005) 41 *Can. Bus. L.J.*

la théorie des parties prenantes et la norme de diligence applicable aux administrateurs.

Dans la décision *Peoples*, le tribunal a dû déterminer si les administrateurs d'une société, qui avait d'importantes difficultés financières, étaient responsables envers les créanciers des décisions d'affaires qu'ils avaient prises.

Dans cette partie, nous brosserons d'abord un tableau des faits de cette affaire et nous tenterons de définir les enseignements du plus haut tribunal du Canada quant à l'étendue des obligations des administrateurs. Puis, nous nous pencherons sur son impact, notamment quant à la théorie des parties prenantes avancée, dans le contexte d'un changement de contrôle imminent.

2.1 LES PRINCIPAUX FAITS DE LA DÉCISION

Les faits de cette affaire se situent, au milieu des années 1990, dans le contexte de la faillite de Wise Stores Inc. (« Wise ») et de sa filiale à part entière, les Magasins à rayons Peoples Inc. (« Peoples »). Ces sociétés étaient deux importantes chaînes de magasins de détail dans l'Est du Canada.

Dans une situation de concurrence « féroce » et de faillites nombreuses dans ce secteur, Wise a acquis la société Peoples de Marks & Spencer Canada Inc. (« M & S ») en 1992. L'acquisition de la totalité des actions de Peoples, évaluée à une somme de 27 millions de dollars, a été financée entièrement par voie d'emprunt, dont 5 millions de dollars ont été octroyés par un créancier garanti, la Banque Toronto Dominion. De plus, selon la convention d'achat-vente d'actions conclue entre Wise et M & S, le paiement de la balance du prix de vente dû à M & S, soit 22 millions de dollars, s'échelonnait sur une période de huit ans. Afin de protéger les intérêts de sa créance, M & S exigeait notamment le maintien de certains ratios financiers et interdisait à Peoples de fournir une aide financière à Wise.

À la suite de l'acquisition, Peoples conservait sa dénomination sociale et devenait une filiale à part entière de Wise. Les trois frères Wise étaient par ailleurs les seuls administrateurs de Peoples.

Déjà à l'époque de son acquisition, Peoples avait des difficultés financières et, à la suite de l'acquisition, Wise et Peoples ont noté une diminution de leur clientèle de moitié. À cette époque, leur politique d'approvisionnement obligeait les deux entités à traiter simultanément avec leurs fournisseurs respectifs, ce qui avait pour effet d'alourdir considérablement, voir presque de doubler, les tâches administratives. En outre, la tenue d'une comptabilité parallèle et l'entreposage en commun des marchandises des deux entités, qui s'avérait fort chaotique, s'ajoutaient aux problèmes de Wise et de Peoples.

Ainsi, dans un objectif de rationaliser les opérations de Wise et Peoples, une opération de regroupement et de consolidation des services de la gestion, de la comptabilité, de la publicité et des achats des deux sociétés fut entamée. Cependant, contrairement à la synergie envisagée, cette consolidation a généré plus de confusion.

En pratique, cette politique d'approvisionnement commun prévoyait que les deux entreprises se partageaient la responsabilité des achats : Peoples s'occupait ainsi de l'achat de marchandises auprès des fournisseurs en Amérique du Nord et Wise, des fournisseurs outre-mer. Cette politique d'approvisionnement, connue des administrateurs bien qu'elle n'ait pas été officiellement approuvée par ces derniers, fut l'objet de nombreuses critiques des créanciers. Ceux-ci invoquaient que, puisque 82 % de la marchandise provenait d'Amérique du Nord, cette politique d'approvisionnement avait pour conséquence que Peoples devait consentir un important crédit commercial à Wise. En effet, dans ses états financiers du 30 avril 1994, il était possible de constater que Wise était endetté pour déjà près de 18 millions envers Peoples, soit presque la valeur de la balance du prix de vente due à M & S. Mise au courant de cette politique d'approvisionnement qui constituait une aide financière au bénéfice de Wise, M & S a alors institué une enquête et exigé l'abandon de celle-ci. Une entente a ainsi été conclue entre Wise et M & S par laquelle Wise s'engageait à rétablir l'ancienne politique d'approvisionnement à une date convenue rétroactivement.

Certains autres engagements ont été pris dans le cadre de cette négociation. Notamment, il a été prévu que les sommes dues à Peoples par Wise ne dépasseraient dorénavant pas trois millions de dollars. Quant au paiement de la balance du prix de vente, un nouvel échéancier a été convenu. Au surplus, les frères Wise ont consenti un cautionnement personnel de 500 000\$ chacun au bénéfice de M & S.

Cependant, avant que l'entente d'abolition de cette politique ne prenne forme, la Banque Toronto Dominion a manifesté, en septembre 1994, son intention de rappeler ses facilités de crédits. Dans l'intervalle, et au surplus, Wise et Peoples ont divulgué des résultats décevants en décembre 1994, ce qui a mené M & S à engager des procédures de faillite à l'encontre de ceux-ci. En contrepartie d'une mainlevée sur les garanties personnelles accordées au bénéfice de M & S par les frères Wise, ces derniers se sont engagés à ne pas contester les procédures de faillite. Ainsi, la faillite de Wise et Peoples a été déclarée le 15 janvier 1995, avec effet une date d'effet au 9 décembre 1994. Les actifs de ces deux sociétés ont suffi à rembourser la Banque Toronto Dominion, la balance de prix de vente due à M & S et presque toutes les sommes dues aux locateurs. Les créanciers impayés étaient en grande partie des fournisseurs.

À la suite de la faillite de Peoples, le syndic a déposé une requête à la Cour supérieure du Québec alléguant que les frères Wise avaient privilégié les intérêts de Wise au détriment de ceux de Peoples et de ses créanciers et que ces derniers en avaient subi un préjudice. Ainsi, les frères Wise, à titre d'administrateurs, auraient agi en violation de leurs devoirs conférés par le paragraphe 122 (1) de la L.C.S.A. De plus, le syndic a prétendu qu'il y avait eu des transactions, au cours de l'année précédant la faillite de Peoples, pour une contrepartie manifestement inférieure à la juste valeur du marché, et ce, au sens de l'article 100 de la *Loi sur la faillite et l'insolvabilité*⁸⁷ (« L.f.i. »).

Le premier tribunal à s'enquérir de cette affaire est la Cour supérieure du Québec. À cet effet, l'Honorable Benjamin J. Greenberg a rendu une décision par laquelle il a conclu à la responsabilité des frères Wise, à titre d'administrateurs de Peoples, et a par

⁸⁷ L.R.C. 1985, c. B-3. Pour ce qui est de la prétention du syndic de Peoples basée sur l'article 100 de la L.f.i., l'analyse faite par la Cour suprême du Canada dépasse le cadre du présent travail et ne sera donc pas en conséquence étudiée. Pour les motifs invoqués à cet effet par la Cour, voir : *Magasins à rayons Peoples inc. (Syndic de) c. Wise*, préc., note 9, par. 79-92.

conséquent accordé au syndic de Peoples des dommages-intérêts à la hauteur de 4,44 millions de dollars⁸⁸. Dans cette décision, le tribunal de première instance a conclu que les obligations des administrateurs prévues au paragraphe a) de l'article 122 de la L.C.S.A. s'appliquaient également à l'égard des créanciers de la société. De plus, la Cour supérieure du Québec a conclu que la politique d'approvisionnement mise en place, alors que Peoples était au bord de la faillite, était préjudiciable aux intérêts des créanciers.

Cette décision a été portée en appel devant la Cour d'appel du Québec, qui a infirmé la décision de première instance et a exonéré les frères Wise, à titre d'administrateurs⁸⁹. La Cour d'appel s'est montrée réticente à assimiler les intérêts des créanciers à ceux de la société, même dans le contexte où cette dernière est insolvable ou au « bord de l'insolvabilité ».

2.2 Les obligations des administrateurs en vertu de la *Loi canadienne sur les sociétés par actions*

À la suite d'un appel logé devant la Cour suprême du Canada, cette dernière a dû déterminer si les administrateurs d'une société, dans un contexte d'insolvabilité d'une société, ont des obligations envers les créanciers et, plus précisément, un devoir de loyauté analogue à celui qu'ils ont vis-à-vis la société. Cette question s'explique du fait que le syndic a choisi de poursuivre les frères Wise alléguant à un manquement des obligations prévues au paragraphe 122 (1) de la L.C.S.A., plutôt que d'utiliser un autre recours prévu à la L.C.S.A., notamment une action oblique ou une demande de redressement pour abus qui lui était disponible⁹⁰.

Dans son analyse, la Cour a affirmé que le paragraphe 122 (1) de la L.C.S.A. stipule deux obligations distinctes qui visent des fins différentes. D'une part, le paragraphe 122 (1) a) de la L.C.S.A. prévoit un devoir de loyauté qui impose aux administrateurs d'agir « avec intégrité et de bonne foi au mieux des intérêts de la société ». D'autre

⁸⁸ *Peoples Department Stores Inc./Magasin à rayons Peoples inc. (Syndic de)*, J.E. 99-318 (C.S.).

⁸⁹ *Magasins à rayons Peoples Inc. c. Caron, Bélanger, Ernst & Young Inc.*, [2003] R.J.Q. 796 (C.A.).

⁹⁰ *Magasins à rayons Peoples inc. (Syndic de) c. Wise*, préc., note 9, par. 1 et 30.

part, le paragraphe 122 (1) b) de la L.C.S.A. prévoit un devoir de prudence et diligence qui leur dicte d'agir « avec le soin, la diligence et la compétence dont ferait preuve, en pareilles circonstances, une personne prudente »⁹¹.

2.3.1.1 Le devoir de loyauté et l'expression « au mieux des intérêts de la société »

Comme nous l'avons vu, le devoir de loyauté implique que les administrateurs doivent agir avec intégrité et de bonne foi au mieux des intérêts de la société⁹². L'exercice de ce devoir mène généralement à une confrontation entre deux théories, à savoir la théorie de la primauté des actionnaires et la théorie des parties prenantes. Traditionnellement, comme nous avons été à même de le constater, les tribunaux canadiens ont été fortement inspirés par la jurisprudence élaborée par les tribunaux du Delaware et ont ainsi été tentés de préconiser la théorie de la primauté des actionnaires. La doctrine majoritaire partageait également cette conception selon laquelle les intérêts de la société correspondaient aux intérêts de ses actionnaires⁹³. Plus précisément, dans le contexte d'un changement de contrôle, les tribunaux canadiens ont également reconnu l'application de la primauté des actionnaires, tel qu'en font foi les décisions *CW Shareholdings Inc.* et *Schneider Corp.* discutées précédemment. Selon la théorie de la primauté des actionnaires, les autres parties prenantes pouvaient être prises en compte, mais seulement dans la mesure où cela avait pour conséquence de servir les intérêts des actionnaires⁹⁴.

Comme nous serons à même de le constater, la Cour suprême du Canada, dans la décision *Peoples*, rendue dans un contexte d'insolvabilité, a renversé le courant

⁹¹ *Id.*, par. 32.

⁹² Par. 122 (1) a) L.C.S.A.

⁹³ À ce sujet, voir notamment: Poonam PURI et Jeffrey LARSEN, *Corporate Governance and Securities Regulation in the 21st Century*, Markham, Ontario, Lexisnexis Butterworths, 2004, p. 84-89; les travaux de la conférence Insight, « L'obligation de « vérification diligente » et le devoir fiduciaire des administrateurs », Montréal, le 28 février 1990; Edward IACOBUCCI, « Directors' Duties in Insolvency : In Clarifying What is at Stake », (2003) 39 *Can. Bus. L.J.* 398 ; Jeffrey MACINTOSH, « The End of Corporate Existence : Should Boards Act as Mediating Hierarchs » dans A. Anand et W. Flanagan, « The Corporation in the 21st Century: Proceedings of the 9th Annual Queen's Annual Business Law Symposium », Queen's University Press, Kingston, 2002, 267.

⁹⁴ S. ROUSSEAU, « Sans frontières? Les devoirs des administrateurs de sociétés par actions à la lumière de la jurisprudence récente », préc., note 62, 137.

majoritaire prônant la primauté des actionnaires et a adopté un raisonnement s'appuyant sur la théorie des parties prenantes. Ce faisant, la Cour suprême est venue contredire la Cour d'appel du Québec, qui avait reconnu l'application de la primauté des actionnaires en affirmant notamment :

« À défaut d'une définition plus précise de ce que sont les « *intérêts de la société* », c'est l'atteinte des objets pour lesquels la société a été formée qui délimite le mieux les contours de cette notion. Or, de façon générale, les intérêts de la société rejoignent ceux de l'ensemble des actionnaires, parce que l'atteinte des objets de la société constitue, en principe, la raison d'être de la mise en commun des sommes investies. »⁹⁵

La Cour suprême du Canada a cependant rejeté cette interprétation de la Cour d'appel et a mentionné que le devoir de loyauté est, en tout temps, envers la société et qu'« 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 ». De plus, la Cour ajoute que « [l]es intérêts de la société ne doivent pas se confondre avec ceux des actionnaires, avec ceux des créanciers ni avec ceux de toute autre partie intéressée. »⁹⁶

La Cour a également ajouté que les administrateurs, pour respecter leur devoir de loyauté prévue à la L.C.S.A., pouvaient considérer « divers autres facteurs »⁹⁷. À ce sujet, le plus haut tribunal du Canada a écrit et c'est l'élément central de cette décision :

« Nous considérons qu'il est juste d'affirmer en droit que, pour déterminer s'il agit au mieux des intérêts de la société, il peut être légitime pour le conseil d'administration, vu l'ensemble des circonstances dans un cas donné, de tenir compte notamment des intérêts des actionnaires, des employés, des fournisseurs, des créanciers, des consommateurs, des gouvernements et de l'environnement. »⁹⁸ (Nous soulignons.)

⁹⁵ *Magasins à rayons Peoples Inc. c. Caron, Bélanger, Ernst & Young Inc.*, [2003] préc., note 89, par. 67.

⁹⁶ *Magasins à rayons Peoples inc. (Syndic de) c. Wise*, préc., note 9, par. 42 et 43.

⁹⁷ *Id.*, par. 42 et 43. La Cour suprême du Canada a appuyé son raisonnement sur les décisions *Teck Corp. c. Millar* (1972), 33 D.L.R. (3d) 288 (C.S.C.-B.) et *Re Olympia & York Enterprises Ltd. and Hiram Walker Resources Ltd. et al.*, préc., note 63 rendues respectivement en 1972 et 1986, donc antérieurement aux décisions *CW Shareholdings Inc. v. WIC Western International Communications Ltd.* et *Maple Leaf Foods v. Schneider Corp.*, préc., note 63, discutées précédemment.

⁹⁸ *Magasins à rayons Peoples inc. (Syndic de) c. Wise*, préc., note 9, par. 42.

Dans ses motifs, la Cour suprême fait également une brève analyse de la situation lorsqu'une société est en faillite ou au « bord de la faillite » et précise que dans un tel contexte, comme en l'espèce, les intérêts de la société, des créanciers et des actionnaires peuvent différer. Ainsi, la Cour précise que le devoir de loyauté des administrateurs demeure le même et que les administrateurs se doivent d'essayer de créer une « meilleure société » et d'éviter de donner préséance aux intérêts d'un groupe intéressé en particulier⁹⁹. Cependant, le plus haut tribunal du Canada ne donne pas plus d'indications sur ce point à l'égard de ce qu'est une « meilleure société », ce qui amène un test imprécis pour guider les administrateurs¹⁰⁰.

La Cour rappelle, dans *Peoples*, que les créanciers faisaient partie des parties prenantes et qu'outre l'action fondée sur le devoir de loyauté choisie en l'espèce, les créanciers pouvaient faire valoir leurs droits de plusieurs façons, notamment par une demande de redressement pour abus, prévue à l'article 241 de la L.C.S.A. et l'action oblique selon l'article 239 de la L.C.S.A. Selon la Cour, considérant la possibilité pour les créanciers d'exercer une demande de redressement pour abus et une action fondée sur le devoir de prudence et diligence, il n'y a pas lieu d'interpréter le devoir de loyauté prévu au paragraphe 122 (1) a) de la L.C.S.A. comme étant dû aux créanciers. Comme mentionné précédemment, ce devoir est envers la société et non pas envers une catégorie de personnes que ce soit les actionnaires, les créanciers, etc. De plus, la Cour ajoute qu'en l'espèce, les frères Wise n'ont pas manqué au devoir de loyauté qu'ils avaient envers leur société¹⁰¹.

La Cour affirme, relativement à ce que nous pourrions identifier comme un devoir d'honnêteté compris dans le devoir de loyauté, que la nature particulière du devoir de loyauté peut varier selon les rapports de l'affaire, en l'espèce les rapports entre les administrateurs et les sociétés incorporées en vertu de la L.C.S.A.¹⁰² Ainsi, la Cour suprême, en s'appuyant sur la décision *K.L.B. c. Colombie-Britannique*¹⁰³, élabore sur la nature particulière du devoir de loyauté des administrateurs. Elle discute d'abord du fait

⁹⁹ *Id.*, par. 44-47.

¹⁰⁰ Geneviève DUFOUR, *Le Droit moderne des entreprises*, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 2008, p. 297.

¹⁰¹ *Magasins à rayons Peoples inc. (Syndic de) c. Wise*, préc., note 9, par. 48-55.

¹⁰² *Id.*, par. 36.

¹⁰³ *K.L.B. c. Colombie-Britannique*, [2003] 2 R.C.S. 403, par. 40, 41 et 49.

que les administrateurs peuvent être tenus de rendre compte à la société des profits qu'ils ont réalisés, et ce, même si ces profits n'ont pas été réalisés aux dépens de la société. Cependant, à ce sujet, la Cour précise :

« [...] il n'est pas obligatoire que les administrateurs et les dirigeants évitent dans tous les cas les gains personnels résultant directement ou indirectement de la surveillance ou de la gestion intègre et de bonne foi de la société. Dans bien des cas, les intérêts des administrateurs et des dirigeants coïncident par hasard, mais légitimement avec ceux de la société. Si les administrateurs et les dirigeants sont aussi actionnaires, comme c'est souvent le cas, leur situation s'améliorera automatiquement en même temps que la situation financière de la société. Il en sera de même de la rémunération que les sociétés versent à leurs administrateurs et dirigeants. S'il est raisonnable, cet avantage, même s'il est versé par la société, n'entraîne habituellement pas la violation de leur obligation fiduciaire. Par conséquent, toutes les circonstances peuvent faire l'objet d'un examen minutieux pour déterminer si les administrateurs et les dirigeants ont agi avec intégrité et de bonne foi au mieux des intérêts de la société. »¹⁰⁴

¹⁰⁴ *Magasins à rayons Peoples inc. (Syndic de) c. Wise*, préc., note 9, par. 39.

Référant à la décision du juge de première instance, la Cour mentionne qu'il était impossible pour ce tribunal de conclure que les frères Wise n'avaient pas respecté leur devoir de loyauté, si ce même tribunal était d'avis qu'en tentant de régler les problèmes d'approvisionnement de Peoples et Wise, il n'y avait eu ni fraude ni malhonnêteté de la part des frères Wise¹⁰⁵. Ainsi, la Cour écrit :

« [...] il est indubitable que Peoples et Wise étaient aux prises avec un grave problème de gestion des stocks. Les frères Wise ont examiné le problème et ont mis en application une politique qui, espéraient-ils, permettrait de le régler. En l'absence d'éléments de preuve de l'existence d'un intérêt personnel ou d'une fin illégitime de la nouvelle politique, et compte tenu de la preuve d'une volonté de faire de Wise et de Peoples de « meilleures » entreprises, nous concluons que les administrateurs n'ont pas manqué à leur obligation fiduciaire énoncée à l'al. 122 (1) a) de la LCSA. »¹⁰⁶

La Cour suprême du Canada, dans ses motifs de l'arrêt *Peoples*, a ainsi introduit en droit canadien la théorie des parties prenantes, rompant avec la théorie traditionnellement dominante de la primauté des actionnaires. Cependant, le peu d'indications sur cette nouvelle modulation de la définition de l'expression « au mieux des intérêts de la société » et la possibilité de prendre en considération des intérêts autres que ceux des actionnaires ont amené beaucoup d'incertitude et de spéculation au sein du monde juridique. De plus, rappelons que cette décision est intervenue dans un contexte de faillite et non pas dans une situation de changement de contrôle; il était donc impossible pour les juristes de conclure avec certitude que les motifs de cet arrêt, relativement au devoir de loyauté des administrateurs, s'appliquaient sans adaptation au contexte de prise de contrôle. Devant un changement si important en droit des sociétés, les juristes étaient à même de s'attendre à un peu plus de limpidité et de directives de la part du plus haut tribunal du Canada, notamment quant à l'interprétation à donner au devoir de loyauté des administrateurs.

¹⁰⁵ *Id.*, par. 41.

¹⁰⁶ Relativement à cette notion de « meilleures » entreprises, la Cour nous réfère à la décision *820099 Ontario Inc. c. Harold E. Ballard Ltd.* (1991), 3 B.L.R. (2d) 123 (C. Ont. (Div. gén.)); *Magasins à rayons Peoples inc. (Syndic de) c. Wise*, préc., note 9, par. 41:

« dans laquelle le juge Farley a fait remarquer à juste titre, à la p. 171, qu'en réglant un différend entre actionnaires majoritaires et actionnaires minoritaires, il est prudent pour les administrateurs et les dirigeants d'agir de manière à faire de la société une [TRADUCTION] « meilleure entreprise » ».

2.3.1.2 Le devoir de prudence et diligence

Le devoir de prudence et diligence des administrateurs implique que ces derniers doivent agir « avec le soin, la diligence et la compétence dont ferait preuve, en pareilles circonstances, une personne prudente »¹⁰⁷. L'interprétation traditionnelle de ce devoir était à l'effet que l'unique bénéficiaire de cette obligation était la société, tel qu'écrit par le professeur Stéphane Rousseau :

« Traditionnellement, en droit des sociétés, la jurisprudence et la doctrine ont considéré que le devoir de prudence et de diligence des administrateurs s'adressait à la société. En common law, les autorités avaient établi depuis longtemps que les administrateurs entretiennent une relation de nature fiduciaire avec la société à l'égard de laquelle ils ont des *fiduciary duties* et un *duty of care*. En droit civil, les administrateurs sont les mandataires de la société et lui sont débiteurs de leurs devoirs de loyauté, de prudence et de diligence. Ces devoirs visent à protéger le mandat qui confie au mandataire le soin de gérer ses affaires. »¹⁰⁸

Rompant de nouveau avec le courant traditionnel, la Cour suprême du Canada, dans *Peoples*, a affirmé qu'en raison du libellé même du paragraphe 122 (1) b) de la L.C.S.A., le devoir de prudence et de diligence ne s'appliquait pas seulement envers la société, mais s'adressait à plusieurs bénéficiaires. À ce sujet, la Cour a écrit :

« En fait, contrairement à l'énoncé de l'obligation fiduciaire prévue par l'al. 122(1)a) de la LCSA, qui précise que les administrateurs et les dirigeants doivent agir au mieux des intérêts de la société, l'énoncé de l'obligation de diligence figurant à l'al. 122(1)b) de la LCSA ne précise pas une personne identifiable qui serait bénéficiaire de l'obligation. L'alinéa prévoit plutôt que « [l]es administrateurs et les dirigeants doivent, dans l'exercice de leurs fonctions, agir [...] avec le soin, la diligence et la compétence dont ferait preuve, en pareilles circonstances, une personne prudente. » Ainsi, le bénéficiaire de l'obligation de diligence est identifié de façon beaucoup plus générale et il semble évident qu'il faut y inclure les créanciers. »¹⁰⁹

¹⁰⁷ Par. 122 (1) b) L.C.S.A.

¹⁰⁸ S. ROUSSEAU, « Sans frontières? Les devoirs des administrateurs de sociétés par actions à la lumière de la jurisprudence récente », préc., note 62, 124-125; *Brant Investments Ltd. c. KeepRite*, (1991) 1 B.L.R. (2d) 225 (Ont. C.A.); *Stern c. Imasco Ltd.*, [1999] O.J. No. 4235 (C.S.); *Bank of Montreal c. Kuet Leong Ng*, [1989] 2 R.C.S. 429; *Laflamme c. Prudential-Bache Commodities of Canada Ltd.*, [2000] 1 R.C.S. 638.

¹⁰⁹ *Magasins à rayons Peoples inc. (Syndic de) c. Wise*, préc., note 9, par. 57.

Ainsi, contrairement au devoir de loyauté dont le bénéficiaire est uniquement la société, les administrateurs ont un devoir de prudence et de diligence vis-à-vis certaines parties prenantes, du moins les créanciers, suivant l'arrêt *Peoples*.

Un autre pan du devoir de prudence et diligence, qui a été discuté par la Cour suprême dans *Peoples* et qui est un changement important en droit canadien, est la norme de conduite appliquée à ce devoir par la Cour. Afin de comprendre l'interprétation traditionnelle de cette norme et de se dissocier de l'interprétation moins exigeante que les tribunaux avaient faite par le passé de cette obligation¹¹⁰, la Cour suprême nous réfère à un rapport, préparé en 1971, qui s'intitule « *Propositions pour un nouveau droit des corporations commerciales canadiennes (1971)* », communément appelé le Rapport Dickerson. Ce rapport a eu une grande influence sur l'adoption de la L.C.S.A. Le libellé du paragraphe 122 (1) b) de la L.C.S.A. reprend presque textuellement le devoir de prudence et diligence exprimée dans le Rapport Dickerson. La norme de conduite de la « personne raisonnablement prudente » dans ce rapport se voulait une norme objective¹¹¹. Lors de l'adoption de la L.C.S.A., la principale différence avec les termes du Rapport Dickerson était l'ajout des mots « en pareilles circonstances » qui a eu pour conséquence d'ajouter la nécessité de prendre en compte le contexte dans lequel une décision a été prise par le conseil d'administration. La Cour suprême du Canada, dans l'arrêt *Peoples*, rappelle cependant que cette addition ne doit pas être comprise comme un élément subjectif dans l'analyse, mais « plutôt un élément contextuel dans la norme prévue par la loi »¹¹². Par cette nuance, la Cour suprême se distance ainsi du raisonnement de la Cour fédérale d'appel, dans l'arrêt *Soper c. Canada*¹¹³ où la norme de conduite mixte avait été appliquée, et conclut à une norme de conduite objective :

« Nous estimons pour notre part que le fait, pour le juge Robertson [dans l'arrêt *Soper*], de qualifier la norme par l'expression « objective subjective » peut semer la confusion. Nous préférons la décrire comme une norme objective. Ainsi, il devient évident que dans le cas de l'obligation de diligence prévue à l'al. 122 (1) b), ce sont les éléments factuels du contexte dans lesquels agissent l'administrateur

¹¹⁰ Voir : *Dovey c. Cory*, [1901] A.C. 477 (H.L.); *In re Brazilian Rubber Plantations and Estates, Ltd.*, [1911] 1 Ch. 425; *In re City Equitable Fire Insurance Co.*, [1925] 1 Ch. 407 (C.A.).

¹¹¹ *Magasins à rayons Peoples inc. (Syndic de) c. Wise*, préc., note 9, par. 59-61.

¹¹² *Id.*, par. 62.

¹¹³ Préc., note 59, par. 41.

ou le dirigeant qui sont importants, plutôt que les motifs subjectifs de ces derniers, qui sont l'objet essentiel de l'obligation fiduciaire prévue à l'al. 122 (1) a) de la LCSA. »¹¹⁴

De plus, pour ce qui est du devoir de prudence et diligence imposé aux administrateurs, la Cour suprême, dans l'arrêt *Peoples*, nous enseigne qu'il est possible pour un créancier de déposer un recours extracontractuel à l'encontre des administrateurs par le truchement des articles 1457 C.c.Q et 122 (1) b) de la L.C.S.A. en démontrant que les administrateurs n'ont pas respecté les règles de conduite soit, en l'espèce, le devoir de prudence et diligence prévu au paragraphe 122 (1) b) de la L.C.S.A. La Cour appuie son raisonnement sur le fait que, puisque la L.C.S.A. ne prévoit aucun recours exprès contre les administrateurs, le droit civil, en vertu de l'article 300 du *Code civil du Québec*¹¹⁵ (« C.c.Q »). et l'article 8.1 de la *Loi d'interprétation*¹¹⁶, s'applique à titre supplétif à la L.C.S.A.¹¹⁷

¹¹⁴ *Magasins à rayons Peoples inc. (Syndic de) c. Wise*, préc., note 9, par. 63.

¹¹⁵ L.R.Q. c. C-1991, art. 300 :

« 300. Les personnes morales de droit public sont d'abord régies par les lois particulières qui les constituent et par celles qui leur sont applicables; les personnes morales de droit privé sont d'abord régies par les lois applicables à leur espèce.

Les unes et les autres sont aussi régies par le présent code lorsqu'il y a lieu de compléter les dispositions de ces lois, notamment quant à leur statut de personne morale, leurs biens ou leurs rapports avec les autres personnes. »

¹¹⁶ L.R.C. 1985, c. I-21, art. 8.1 :

« 8.1 Le droit civil et la common law font pareillement autorité et sont tout deux sources de droit en matière de propriété et de droits civils au Canada et, s'il est nécessaire de recourir à des règles, principes ou notions appartenant au domaine de la propriété et des droits civils en vue d'assurer l'application d'un texte dans une province, il faut, sauf règle de droit s'y opposant, avoir recours aux règles, principes et notions en vigueur dans cette province au moment de l'application du texte. »

¹¹⁷ *Magasins à rayons Peoples inc. (Syndic de) c. Wise*, préc., , par. 29 et 54. À notre avis, l'action oblique aurait dû être envisagée dans ce dossier. Déjà en 1997, la Cour suprême du Canada s'était penchée sur ce type de recours dans la décision *Hercules Managements Ltd. c. Ernst & Young*, [1997] 2 R.C.S. 165, qui porte sur une action intentée par des actionnaires et des investisseurs d'une société à l'encontre des vérificateurs externes de cette dernière. Les demandeurs sont d'avis que les rapports de vérification avaient été préparés de façon négligente et qu'il en avait résulté des pertes financières pour eux puisqu'ils s'étaient fiés à ces rapports. Dans cette affaire, la Cour suprême du Canada s'est notamment questionnée à savoir si les vérificateurs avaient une obligation de diligence envers les demandeurs de cette action. La Cour a conclu que les vérificateurs, en l'espèce, avaient une obligation *prima facie* de diligence envers les demandeurs, mais l'action des demandeurs fut rejetée. Cet arrêt est pertinent en ce que la Cour précise que la procédure à privilégier, dans un tel cas, est l'action oblique au nom et pour le compte de la société, tel que prévu à l'article 239 de la L.C.S.A. et non pas des recours à titre individuel de certains administrateurs.

Ainsi, la Cour explique qu'en droit civil québécois :

« les administrateurs sont tenus responsables envers les créanciers de leurs obligations contractuelles ou extracontractuelles. Il y a responsabilité contractuelle lorsque l'administrateur garantit personnellement une obligation contractuelle de la société. Sa responsabilité est aussi retenue lorsque l'administrateur agit personnellement de manière à engager sa responsabilité extracontractuelle. »¹¹⁸

Dans l'affaire *Peoples*, les frères Wise avaient personnellement garanti les dettes de M&S, mais pas celle des créanciers chirographaires. La Cour rappelle que pour déterminer s'il y a responsabilité extracontractuelle, le tribunal doit se reporter au libellé même de 1457 C.c.Q. qui prévoit :

« Toute personne a le devoir de respecter les règles de conduite qui, suivant les circonstances, les usages ou la loi, s'imposent à elle, de manière à ne pas causer de préjudice à autrui.

Elle est, lorsqu'elle est douée de raison et qu'elle manque à ce devoir, responsable du préjudice qu'elle cause par cette faute à autrui et tenue de réparer ce préjudice, qu'il soit corporel, moral ou matériel.

Elle est aussi tenue, en certains cas, de réparer le préjudice causé à autrui par le fait ou la faute d'une autre personne ou par le fait des biens qu'elle a sous sa garde. »

[La Cour suprême du Canada a ainsi souligné.] »¹¹⁹

Ce n'était pas de droit nouveau que les tribunaux réfèrent à cette disposition pour poser le standard de conduite suivant lequel un administrateur doit agir. Ce qui est cependant innovateur dans cet arrêt, c'est l'utilisation du recours en responsabilité extracontractuelle, prévue à l'article 1457 C.c.Q., pour reprocher à un administrateur un manquement à son devoir de prudence et diligence imposé en vertu du paragraphe 122 (1) b) de la L.C.S.A. Cette dernière disposition requiert simplement la preuve d'une faute simple de la part des administrateurs. Cela pourrait théoriquement faciliter les recours en vertu desquels les administrateurs pourraient être tenus responsables envers une partie prenante, dont les créanciers¹²⁰.

¹¹⁸ *Magasins à rayons Peoples inc. (Syndic de) c. Wise*, préc., note 9, par. 55.

¹¹⁹ *Id.*, par. 56.

¹²⁰ À ce sujet, voir S. ROUSSEAU : « Sans frontières? Les devoirs des administrateurs de sociétés par actions à la lumière de la jurisprudence récente », préc., note 62, 127-128,

Les trois éléments soulignés dans cet article par la Cour sont pertinents dans le cadre d'une action basée sur le devoir de prudence et diligence qui s'impose aux administrateurs en vertu du paragraphe 122 (1) b) de la L.C.S.A. De plus, contrairement au libellé du devoir de loyauté prévu au paragraphe 122 (1) a) de la L.C.S.A., le paragraphe 122 (1) b) de la L.C.S.A. ne précise pas le bénéficiaire du devoir de prudence et diligence et par conséquent, suivant les motifs de la Cour qui se basaient notamment sur le sens du terme « autrui » de l'article 1457 de la C.c.Q., les créanciers y sont compris¹²¹.

Plusieurs juristes ont critiqué la décision rendue par la Cour suprême du Canada, dans *Peoples*, en regard de l'enseignement qu'elle a fait du devoir de prudence et diligence. Ainsi, une première critique vient du fait que la Cour suprême du Canada a interprété le devoir de prudence et diligence d'une manière extensive de sorte que cette obligation des administrateurs s'applique également envers les créanciers. En suivant la lettre de cette décision, une telle interprétation amène un droit d'action personnel pour les créanciers et, possiblement, pour les actionnaires et autres parties prenantes de la société¹²². Cette interprétation diffère de celle qui prévalait avant cette décision et suivant laquelle les administrateurs pouvaient seulement être poursuivis par la société ou par les investisseurs, à la suite d'une approbation du tribunal¹²³.

dans lequel l'auteur écrit notamment, à la page 128 : « la jurisprudence paraissait plus encline à reconnaître l'existence d'une faute contractuelle autonome des administrateurs lorsque leur conduite est frauduleuse ou entachée de mauvaise foi, que lorsqu'elle ne constitue qu'une faute simple ».

Voir à ce sujet : *Houle c. Banque canadienne nationale*, [1990] 3 R.C.S. 122; *Corp. d'hébergement du Québec c. Gestion V.S.P. (1982) Inc.*; J.E. 2001-960 (C.S.); *Marcel Oligny inc. c. Développement Robiro inc.*, [1997] R.R.A. 85 (C.A.); *Courchesne c. Zarate*, J.E. 92-634 (C.A.).

¹²¹ *Magasins à rayons Peoples inc. (Syndic de) c. Wise*, préc., note 9, par. 56 et 57.

¹²² À ce sujet, voir : Wayne D. GRAY, « A Solicitor's Perspective on *Peoples* », (2005) 41 *Can. Bus. L.J.* 184, 191 et 192.

¹²³ S. ROUSSEAU, « Directors' Duty of Care after *Peoples* : Would It Be Wise to Start Worrying about Liability », préc. note 59, 226 et 227; TORYS' LLP, « Supreme Court Makes it easier for Dirgruntd Investors to Sue Directors », 18 novembre 2004, en ligne : <<http://www.torys.com/Publications/Documents/Publication%20PDFs/CM04-28T.pdf>>. Voir également : Louis-Martin O'NEILL, « *Peoples v. Wise* – Genesis and Ramifications », (2005) Volume X1, no 1 *Corporate Liability Journal*, 642, en ligne : <<http://www.dwpv.com/images/PeopleWiseGenesisAndRamifications.pdf#page=1&zoom=100>>; Catherine FRANCIS, « *Peoples Department Stores inc. v. Wise*: The Expanded Scope of Directors and Officers' Fiduciary Duties and Duties of Care », (2005) 41 *Can. Bus. L. J.* 175, 180 et 181; S. ROUSSEAU, « Sans frontières? Les devoirs des administrateurs de sociétés par actions à la lumière de la jurisprudence récente », préc., note 62, 119.

À ce sujet, le professeur Stéphane Rousseau a écrit :

« This will likely marginalize the derivative action that had been developed to enable shareholders and stakeholders to bring an action in the name or on behalf of the corporation. The demise of the derivative action in duty of care cases will remove the procedural hurdles the plaintiff faced. It will no longer be necessary for the plaintiff to establish her complainant status. Moreover, the plaintiff will not have to prove that she made reasonable efforts to cause the directors to commence the action directly, that she is acting in good faith, and that it is *prima facie* in the interest of the company that the action be brought. These conditions sought to prevent opportunistic strike suits, to curtail unmeritorious or groundless claims, and to avoid the multiplicity of lawsuits. The creation of a personal right of action for directors' breach of the duty of care may open the door to these problems. »¹²⁴

Une autre critique concerne le peu d'explications fournies par la Cour suprême du Canada relativement au nouveau standard objectif du devoir de prudence et diligence et, plus spécifiquement, le manque d'indications quant à la manière dont cette norme de conduite doit être adaptée pour assurer la protection des intérêts des créanciers¹²⁵.

De plus, il y a eu des réactions au fait que la Cour suprême du Canada ait posé que le devoir de prudence et diligence ne variait pas en fonction de considérations subjectives relatives à l'administrateur, telles leur formation ou leur expérience. Les observateurs ont fait remarquer que cette norme de prudence et diligence objective pourrait avoir comme effet négatif d'abaisser la barre pour les administrateurs ayant une expertise particulière¹²⁶.

Un autre élément soulevé par certains juristes décision vise le raisonnement de la Cour suivant lequel un manquement de la part des administrateurs à leur devoir de prudence et diligence pourrait mener à leur responsabilité extracontractuelle vis-à-vis des tiers,

¹²⁴ S. ROUSSEAU, « Directors' Duty of Care after *Peoples* : Would It Be Wise to Start Worrying about Liability », préc. note 59, 226 et 227.

¹²⁵ *Id.*, 231 et 232.

¹²⁶ TORYS' LLP, « Supreme Court Makes it easier for Dirgruntled Investors to Sue Directors », préc., note 123; W. D. GRAY, préc., note 122, 194 et 195.

comme en l'espèce, relativement aux créanciers de la société¹²⁷. Comme le fait remarquer l'auteur Paul Martel, cette interprétation de la Cour suprême du Canada se distingue des principes traditionnels de droit corporatif et de droit de la faillite au Canada :

« La Cour suprême du Canada semble avoir fait abstraction du fait que le devoir de prudence et de diligence des administrateurs, tout comme celui d'honnêteté et de bonne foi, a un bénéficiaire en droit civil québécois : la personne morale. En effet, les administrateurs sont considérés comme ses mandataires en vertu de l'article 321 C.c.Q., et l'article 2138 C.c.Q. impose ces deux séries de devoirs aux mandataires, dans la section « Des obligations du mandataire envers le mandant ». Ces devoirs sont de nature contractuelle, et non extracontractuelle : ils s'adressent au mandant qu'est la personne morale, avec pour conséquence qu'elle seule peut s'en prévaloir ou encore un actionnaire ou un créancier en son nom, par action dérivée. Si les créanciers pouvaient réclamer des dommages directs aux administrateurs pour leurs manquements à leur devoir de prudence et de diligence, les administrateurs seraient tenus à une double indemnisation : celle de la personne morale et celle de ses créanciers (en court-circuitant tout l'ordre de collocation des créanciers de la société établi dans la Loi sur la faillite et l'insolvabilité) et c'est sans parler ici des actionnaires, qui eux aussi peuvent entrer sous le vocable d'« autrui » de l'article 1457 C.c.Q. [...]

D'autre part, dans l'hypothèse où la Cour suprême avait raison d'appliquer l'article 1457 C.c.Q. au devoir de diligence des administrateurs, le succès d'un recours en dommages des créanciers de la société dépend du caractère direct de ces dommages (article 1607 C.c.Q.), ou de l'établissement du lien de causalité entre la faute des administrateurs et le préjudice causé aux créanciers. La version anglaise du jugement, elle, fait expressément état du lien de causalité (« causation ») : c'est par erreur de traduction que cet élément ne figure pas dans la version française. Or, le lien entre la faute et le préjudice est généralement indirect, en ce sens que le préjudice résulte du défaut de la société, cocontractant des créanciers, d'honorer leur créance. C'est la faute contractuelle de la société, entraînée par la faute de ses administrateurs, qui cause le préjudice aux créanciers. Or, les actes de la société n'engagent qu'elle-même. »¹²⁸

Le professeur Rousseau critique également l'utilisation de l'article 1457 C.c.Q. qui, rappelle-t-il, est un article de droit commun relatif à un régime de responsabilité

¹²⁷ Paul MARTEL, « L'harmonisation de la Loi canadienne sur les sociétés par actions avec le droit civil québécois - Proposition de révision Les devoirs de prudence, de diligence et de compétence des administrateurs de sociétés par actions fédérales - impact du Code civil du Québec », (2008) 42 *R.J.T.* 235, par. 130.

¹²⁸ *Id.*, par. 129-133.

générale qui s'applique à toute personne, et ce, indépendamment de leur statut. Ainsi, il soulève que :

« This suggests that the requirement of intentional fault established by the jurisprudence may no longer be valid. If this is so, every negligent act on the part of directors will open the door to potential liability toward third parties irrespective of whether or not the act was committed in the course of functions qua director. »¹²⁹

Cependant, de l'avis de Maître Martel, le raisonnement de la Cour suprême sur la responsabilité extracontractuelle des administrateurs a de fortes chances de ne pas avoir une grande incidence en droit canadien¹³⁰.

¹²⁹ Voir : S. ROUSSEAU, « Directors' Duty of Care after *Peoples* : Would It Be Wise to Start Worrying about Liability », préc. note 59, 226 et 227 où le professeur Rousseau ajoute, sous ce point :

« This interpretation may raise fears that the liability of directors toward creditors and other stakeholders will expand. However, it is important to emphasize that the liability of directors will not be triggered only by the proof of a fault. Recall that creditors will have to establish that they have suffered damage as a result of this fault. They will have to prove that their damage is direct, *i.e.* that their damage is not the consequence of the damage caused to the primary victim, the corporation. The importance of this condition has been recognized in corporate law since *Burland v. Earle*. Admittedly, this distinction is lost in the *Peoples* decision. The Supreme Court seems to suggest that the Wise brothers would have had to indemnify the creditors if they had been found to have breached their duty of care when adopting the procurement policy. This opinion is unfortunate. The direct damage requirement serves to prevent double recovery. Where the directors indemnify the corporation, the creditors and other stakeholders benefit in the same proportion as they were injured. Furthermore, this requirement secures "the *pari passu* principle that all creditors should be treated equally upon the insolvency of the corporation".³⁷ In effect, "[i]f each creditor were able to sue for his own loss, then those rules aimed at achieving some measure of justice and certainty between creditors would be effectively by-passed". To avoid these negative consequences, courts applying the *Peoples* decision will have to be vigilant to limit liability claims against directors to direct damages. »

À ce sujet, voir également : Jeffrey S. LEON et Sarah J. ARMSTRONG, « Business Judgment and Defensive Decision-Making : Directors and Officers Duties and Responsibilities after *Peoples* », publication de Fasken Martineau DuMoulin LLP, p. 8, en ligne : <<http://www.fasken.com/files/Publication/f6c57e93-41dd-4ccb-a1cf-edab27d2d8de/Presentation/PublicationAttachment/1bdf40b6-1f92-41e3-a4b0-aeffdb1aec59/BUSINESSJUDGMENT.PDF>>.

¹³⁰ P. MARTEL, « L'harmonisation de la Loi canadienne sur les sociétés par actions avec le droit civil québécois - Proposition de révision Les devoirs de prudence, de diligence et de compétence des administrateurs de sociétés par actions fédérales - impact du Code civil du Québec », préc., note 127, par. 137 et 139.

À ce sujet, Me Martel explique :

« Quoi qu'il en soit, au Québec cette partie de l'arrêt *Peoples* a de fortes chances d'avoir un effet limité. Elle pourrait fort bien être considérée comme ne visant pas les compagnies régies par la Loi sur les compagnies, auxquelles les articles 321 et 2138 du Code civil doivent nécessairement recevoir application, en l'absence de disposition dans la loi corporative provinciale correspondante à l'article 122 de la loi fédérale et en raison de la présence dans la Loi sur les compagnies de l'article 123.83, qui énonce expressément que les administrateurs sont des mandataires de la compagnie. [...]

Dans les autres provinces, les tribunaux de *common law* pourront vraisemblablement traiter cette partie de l'arrêt *Peoples* comme visant des dispositions du Code civil du Québec et donc comme ne s'appliquant qu'au Québec.»

Il est à noter que ce ne sera plus le cas avec la nouvelle loi provinciale, la *Loi sur les sociétés par actions*, L.Q. 2009, c. 52 (projet de loi n° 63 fut sanctionné le 4 décembre 2009), qui devrait entrer en vigueur sous peu et qui prévoit à son article 119 :

« [119] Sous réserve des dispositions de la présente section, les administrateurs sont soumis aux obligations auxquelles est assujetti tout administrateur d'une personne morale en vertu du Code civil.

En conséquence, les administrateurs sont notamment tenus envers la société, dans l'exercice de leurs fonctions, d'agir avec prudence et diligence de même qu'avec honnêteté et loyauté dans son intérêt. [...] »

2.3.2 La règle de l'appréciation commerciale

Il est possible de constater que les critiques se sont avérées nombreuses à l'égard de cet arrêt de la Cour suprême du Canada. Cependant, force est d'admettre que la Cour a réaffirmé de manière non équivoque, le principe de déférence des tribunaux à l'égard de certaines décisions prises par les conseils d'administration. Ainsi, la Cour explique en ces mots la raison d'être de la règle de l'appréciation commerciale relativement à une décision prise par les administrateurs :

« [...] De nombreuses décisions prises dans le cours des activités d'une entreprise sont raisonnables et justifiables au moment où elles sont prises, même si elles ont éventuellement conduit à un échec. Les décisions d'affaires doivent parfois être prises dans un contexte où les renseignements sont incomplets, les enjeux sont élevés et la situation est pressante. 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 »¹³¹.

La Cour rappelle ce principe de déférence, tel qu'appliqué par les tribunaux canadiens à l'égard des décisions d'affaires et renvoie à ce passage de l'arrêt *Schneider Corp.* :

« [...] Le tribunal examine si les administrateurs ont pris une décision raisonnable et non pas la meilleure décision. Dès lors que la décision prise conserve un caractère raisonnable, le tribunal ne devrait pas substituer son avis à celui du conseil, même si les événements ultérieurs peuvent avoir jeté le doute sur la décision du conseil. »¹³²
(Nous soulignons.)

À ce principe, la Cour ajoute deux conditions qui doivent être remplies pour qu'une décision puisse jouir de la déférence des tribunaux :

« On ne considérera pas que les administrateurs et les dirigeants ont manqué à l'obligation de diligence énoncée à l'al. 122(1)b) de la LCSA s'ils ont agi avec prudence et en s'appuyant sur les renseignements dont ils disposaient. Les décisions prises doivent

¹³¹ *Magasins à rayons Peoples inc. (Syndic de) c. Wise*, préc., note 9, par. 64.

¹³² *Id.*, par. 64 et 65.

constituer des décisions d'affaires raisonnables compte tenu de ce qu'ils savaient ou auraient dû savoir. »¹³³ (Nous soulignons.)

Relativement aux faits en l'espèce, la Cour suprême partage l'opinion de la Cour d'appel du Québec à l'effet que :

« [...] l'instauration de la nouvelle politique était une décision d'affaires raisonnable qui a été prise en vue de corriger un problème d'ordre commercial grave et urgent dans un cas où il n'existait peut-être aucune solution. En concluant que la nouvelle politique avait inexorablement entraîné le déclin et la faillite de Peoples, le juge de première instance a mal interprété les faits et a commis une erreur manifeste et dominante. »¹³⁴

La Cour suprême conclut que la règle de l'appréciation commerciale trouve application en l'espèce, puisque « l'instauration de la nouvelle politique était une décision d'affaires raisonnable qui a été prise en vue de corriger un problème d'ordre commercial grave et urgent dans un cas où il n'existait peut-être aucune solution ». ¹³⁵

La Cour termine son analyse en soulignant son désaccord avec la conclusion de la Cour d'appel du Québec et nous enseigne que les frères Wise ne pouvaient bénéficier de la défense prévue au paragraphe 123 (4) b) de la L.C.S.A.¹³⁶ pour avoir retenu la solution de leur vice-président aux finances. La Cour estime que, même si cette personne détient un baccalauréat, elle n'est toutefois pas membre d'un ordre professionnel et était, au surplus, une employée de Wise et, par conséquent, cette défense ne pouvait s'appliquer en l'espèce¹³⁷.

En ce qui a trait à la règle de l'appréciation commerciale, le professeur Rousseau s'est

¹³³ *Id.*, par. 67.

¹³⁴ *Id.*, par. 68.

¹³⁵ *Id.*, par. 68.

¹³⁶ Cette disposition prévoyait à l'époque :

« 123 [...] (4) N'est pas engagée, en vertu des articles 118, 119 et 122, la responsabilité de l'administrateur qui s'appuie de bonne foi sur :

- a) des états financiers de la société reflétant équitablement sa situation, d'après l'un de ses dirigeants ou d'après le rapport écrit du vérificateur;
- b) les rapports des personnes dont la profession permet d'accorder foi à leurs déclarations, notamment les avocats, comptables, ingénieurs ou estimateurs. »

¹³⁷ Voir aussi : Lazar SARNA et Petra ALINCE, *Mergers and Acquisitions : A Canadian Legal Manual*, Markham, LexisNexisButterworths, mise à jour en mai 2009, p. 2-289.

dit surpris que la Cour ait choisi d'adopter un standard de révision judiciaire similaire à l'« enhanced judicial scrutiny »¹³⁸. Rappelons que ce test à deux volets avait été développé dans l'arrêt *Unocal*, de la Cour suprême du Delaware pour s'appliquer aux situations où il existait un danger inhérent de conflit d'intérêts au sein du conseil d'administration, notamment dans le contexte d'une prise de contrôle ou lors de l'adoption de mesures défensives. Cependant, à notre avis, la règle de l'appréciation commerciale présentée par la Cour suprême du Canada, dans cette décision, s'éloigne du test de l'« enhanced judicial scrutiny », en ce qu'elle semble être applicable dans tous les cas où une décision des administrateurs pourrait être contestée et qu'il n'y a pas de fardeau pour les administrateurs. C'est plutôt au demandeur qu'il incombe de démontrer que la Cour se doit de réviser la décision prise par les administrateurs.

2.3.3 L'application jurisprudentielle des principes de l'arrêt *Peoples*

Comme nous venons de le constater, certains juristes canadiens se sont montrés assez critiques envers la décision *Peoples*. Ainsi, sous ce point, nous nous attarderons à l'influence de cet arrêt sur la jurisprudence canadienne relativement à différents points de droit discutés dans *Peoples*.

Tout d'abord, dans les décisions *Ventas, Inc. v. Sunrise Senior Living Real Estate Investment Trust*¹³⁹ (« *Ventas Inc.* ») et *Sterling Centrecorp Inc.*¹⁴⁰, les tribunaux ont fait fi de l'enseignement découlant de l'arrêt *Peoples* rendu par le plus haut tribunal du Canada et ont appliqué l'obligation de maximisation de la valeur de la société au bénéfice des actionnaires, tel qu'énoncé par la Cour suprême du Delaware dans l'arrêt *Revlon*.

Ainsi, dans la décision *Ventas Inc.*, qui portait sur l'interprétation de la portée d'une clause de convention de maintien de *statu quo* pour déterminer si Sunrise pouvait examiner et accepter des offres plus intéressantes d'un tiers, la Cour d'appel de

¹³⁸ S. ROUSSEAU, « Directors' Duty of Care after *Peoples* : Would It Be Wise to Start Worrying about Liability », préc. note 59, 232-234. Voir également : R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, *Droit des sociétés par actions*, préc., note 17, p. 393 et 394.

¹³⁹ Préc., note 63.

¹⁴⁰ Préc., note 82.

l'Ontario a écrit :

« There is no doubt that the directors of a corporation that is the target of a takeover bid - or, in this case, the Trustees - have a fiduciary obligation to take steps to maximize shareholder (or unitholder) value in the process: see *CW Shareholdings Inc. v. WIC Western International Communications Ltd.* (1998), 39 O.R. (3d) 755, at 768 and 774 (Gen. Div.). That is the genesis of the "fiduciary out" clauses in situations such as the case at hand. They enable directors or trustees to comply with their fiduciary obligations by ensuring that they are not precluded from considering other bona fide offers that are more favourable financially to the shareholders or unitholders than the bid in hand. »¹⁴¹ (Nous soulignons.)

Ce paragraphe a été repris par la Cour supérieure de l'Ontario dans la décision *Sterling Centrecorp Inc. (Re)*¹⁴² portant sur l'approbation d'un plan d'arrangement. Dans cette décision, la Cour a rejeté l'argument suivant lequel la mise en place d'une enchère était le seul moyen de maximiser la valeur de la société pour les actionnaires¹⁴³ et a ajouté relativement au devoir de loyauté qu'il s'entend de la maximisation de la valeur pour les actionnaires :

« The concept of "maximizing shareholder value" as that term is used in the cases referred to above, does involve a number of factors including price. In my view, "maximizing shareholder value" does not necessitate accepting the merest possibility of a higher price and ignoring other factors that may contribute to that value. »¹⁴⁴

¹⁴¹ *Ventas, Inc. v. Sunrise Senior Living Real Estate Investment Trust*, préc., note 63, par. 53.

¹⁴² *Sterling Centrecorp Inc. (Re)*, préc., note 82, par. 45.

¹⁴³ *Id.*, par. 43.

¹⁴⁴ *Id.*, par. 59.

En ce qui concerne l'interprétation libérale du devoir de prudence et diligence provenant des enseignements de l'arrêt *Peoples*, la décision *HSBC Bank Canada v. Dillon Holdings Ltd.*¹⁴⁵ mérite également notre attention. Cette affaire porte sur une action prise par HSBC à l'encontre de l'un de ses débiteurs relativement à une fausse valeur donnée à un inventaire, cachant ainsi les pertes financières accumulées au cours des années. Le tribunal a appliqué le paragraphe 134 (1) b) de la *Loi ontarienne sur les sociétés par actions*¹⁴⁶ relatif aux devoirs de prudence et diligence des administrateurs. Le libellé de ce paragraphe est le suivant:

134. (1) Les administrateurs et les dirigeants, dans l'exercice de leurs fonctions pour le compte de la société, agissent :
[...]
b) d'autre part, avec le soin, la diligence et la compétence dont ferait preuve, dans des circonstances semblables, une personne d'une prudence raisonnable.

Dans ses motifs, la Cour supérieure de l'Ontario a suivi les motifs énoncés dans *Peoples* et a affirmé que l'application du devoir de prudence et diligence des administrateurs ne se limite pas à la société : « [t]he statutory duty of care in s. 134 (1) (b) is owed to more than just the corporation. It is also owed to the creditors »¹⁴⁷.

Récemment, la décision rendue par la Cour supérieure du Québec dans l'affaire *Ceridian Canada Ltd. c. Labrecque*¹⁴⁸ a appliqué le principe énoncé par la Cour suprême du Canada relativement à la non-responsabilité des administrateurs qui, honnêtement et de bonne foi, avaient fait les efforts pour redresser les problèmes financiers de la société :

« To borrow from the words of the Supreme Court in *Peoples Department Stores Inc. (Trustee of) v. Wise*, these were honest and good faith attempts to redress the corporation's financial problems. It is not because they were unsuccessful that one can, with insight, conclude that there was a breach of any duty on the part of the Directors. »¹⁴⁹

¹⁴⁵ [2005] O.J. No. 2331 (C.S. Ont.).

¹⁴⁶ L.R.O. 1990, c. B.16.

¹⁴⁷ *HSBC Bank Canada v. Dillon Holdings Ltd.*, préc., note 145, par. 217.

¹⁴⁸ *Ceridian Canada Ltd. c. Labrecque*, [2008] Q.J. No. 14590 (C.S.).

¹⁴⁹ *Id.*, par. 141.

En ce qui concerne le principe de déférence des tribunaux à l'égard des décisions prises par les administrateurs, la décision *Re Stelco Inc.*¹⁵⁰ rendue par la Cour d'appel de l'Ontario, en 2005, mérite notre attention. Elle concerne une demande de révision judiciaire d'une décision du conseil d'administration relative à la nomination de nouveaux administrateurs dans le cadre d'une restructuration de la société. Dans ses motifs, la Cour a infirmé la décision de première instance qui avait fait une distinction entre les décisions relatives aux activités commerciales et aux affaires internes de la société et celles qui ont trait aux dimensions quasi-constitutionnelles de la société. La Cour d'appel de l'Ontario n'a pas adhéré à cette distinction faite par la Cour supérieure et est d'avis que la nomination des administrateurs tombe dans la sphère d'une décision d'affaires des administrateurs :

« I do not see the distinction between the directors' role in "the management of the business and affairs of the corporation" (CBCA, s. 102) - which describes the directors' overall responsibilities - and their role with respect to a "quasi-constitutional aspect of the corporation" (i.e. in filling out the composition of the board of directors in the event of a vacancy). The "affairs" of the corporation are defined in s. 1 of the CBCA as meaning "the relationships among a corporation, its affiliates and the shareholders, directors and officers of such bodies corporate but does not include the business carried on by such bodies corporate." Corporate governance decisions relate directly to such relationships and are at the heart of the Board's business decision-making role regarding the corporation's business and affairs. The dynamics of such decisions, and the intricate balancing of competing interests and other corporate-related factors that goes into making them, are no more within the purview of the court's knowledge and expertise than other business decisions, and they deserve the same deferential approach. [...] »¹⁵¹

De même, la décision *McEwen v. Goldcorp Inc.*¹⁵² a été rendue dans cette lignée. Cette

¹⁵⁰ [2005] O.J. No. 1171 (C.A. Ont.).

¹⁵¹ *Id.*, par. 70.

Référant directement à l'arrêt *Peoples*, la Cour a également écrit, au par. 65 de cette décision :

« The appellants argue as well that the motion judge erred in failing to defer to the unanimous decision of the Stelco directors in deciding to appoint them to the Stelco Board. It is well-established that judges supervising restructuring proceedings - and courts in general - will be very hesitant to second-guess the business decisions of directors and management. As the Supreme Court of Canada said in *Peoples*, *supra*, at para. 67:

Courts are ill-suited and should be reluctant to second-guess the application of business expertise to the considerations that are involved in corporate decision making... »

¹⁵² [2006] O.J. No. 4265 (Ont. C.S.).

décision portait sur la contestation à l'effet que le plan d'arrangement envisagé, en l'espèce, devait être soumis au vote des actionnaires avant que la société n'émette de nouvelles actions à l'acquéreur. Dans cette décision, la Cour a fait preuve de déférence à l'égard de cette décision informée et raisonnable prise par les administrateurs et a écrit :

« In this case, the Board decided to proceed by issuance of shares and arrangement of Glamis pursuant to the BCBCA. This choice of structure was open to the Board and it achieves Goldcorp's objective of acquiring 100% of Glamis' shares in a cost effective and tax efficient manner. The Board did consider whether shareholder approval should be sought but determined not to do so. This decision was informed by, amongst other things, legal advice and the knowledge of the importance to Glamis of deal certainty. There was nothing inappropriate or illegitimate in choosing one transaction structure over another or in determining that the decision to enter into the transaction was that of the Board and not the shareholders. In my view, the decision was within the range of reasonableness. Provided the Board's decision is within a range of reasonableness, that decision should prevail: *Maple Leaf Foods Inc. v. Schneider Corp and Peoples Department Stores Inc. (Trustee of) v. Wise*. The basis for this rationale has been frequently repeated in the case law: directors are in a far better position than the court to understand the affairs of the corporation and to guide its operation; directors often have knowledge and expertise that the court does not, particularly when the corporation operates in a specialized market; directors are in the advantageous position of investigating and considering first hand the circumstances that come before it; and directors must sometimes make decisions with high stakes, under considerable time pressure, and in circumstances where detailed information is not available: *Peoples Department Stores Inc. (Trustee) v. Wise*, *Kerr v. Danier Leather Inc. and Brant Investments Ltd. v. KeepRite Inc.* »¹⁵³

Une autre décision récente, rendue en 2007 par la Cour suprême du Canada mérite notre attention, soit l'affaire *Kerr v. Danier Leather Inc.*¹⁵⁴ (« *Danier Leather Inc.* »). Cette affaire a tenu en haleine le monde juridique quant à la portée de la règle de l'appréciation commerciale dans le contexte d'une obligation légale. Dans cette décision, la Cour suprême devait se pencher sur une action en dommage-intérêts déposée par des investisseurs en vertu de l'article 130 de la *Loi sur les valeurs*

¹⁵³ *Id.*, par. 44.

¹⁵⁴ *Kerr c. Danier Leather Inc.*, [2007] 3 R.C.S. 331.

*mobilières*¹⁵⁵ (« LVM ») de l'Ontario. Cette disposition statutaire prévoit un recours en dommage pour les investisseurs sur le marché secondaire :

- « 130. (1) En cas de présentation inexacte des faits dans un prospectus et ses modifications, l'acheteur qui achète des valeurs mobilières offertes par ce prospectus au cours de la période de placement ou de placement dans le public a, qu'il se soit fié ou non à cette présentation inexacte des faits, le droit d'intenter une action en dommages-intérêts contre les personnes suivantes :
- a) l'émetteur ou le détenteur qui a vendu les valeurs mobilières et au nom de qui le placement est effectué;
 - b) chaque souscripteur à forfait des valeurs mobilières tenu de signer l'attestation prévue à l'article 59;
 - c) les administrateurs de l'émetteur en poste à la date du dépôt du prospectus ou de ses modifications;
 - d) les personnes ou les compagnies qui ont déposé le consentement, exigé par les règlements, à la divulgation des renseignements que renferme le prospectus, mais uniquement à l'égard de leurs rapports, opinions ou déclarations;
 - e) les personnes ou les compagnies qui ont signé le prospectus ou ses modifications, autres que les personnes ou les compagnies visées aux alinéas a) à d). [...] »

Les investisseurs reprochaient à Danier Leather Inc. (« Danier ») d'avoir inclus dans le prospectus final une représentation inexacte des prévisions pour le quatrième trimestre de son exercice. En effet, avant la clôture de son appel public à l'épargne, il appert qu'une analyse faite par la société démontrait que les résultats de ce trimestre étaient inférieurs aux prévisions indiquées dans le prospectus. Quoi qu'il en soit, Danier n'a pas divulgué cette information avant la clôture et un recours collectif fut intenté pour présentation inexacte de faits dans un prospectus.

¹⁵⁵ L.R.O. 1990, c. S.5.

Ainsi, le plus haut tribunal du Canada s'est demandé si la règle de l'appréciation commerciale s'appliquait dans le cadre d'un tel recours, suivant les prétentions des intimés. La Cour suprême du Canada a rejeté l'interprétation de la Cour d'appel de l'Ontario¹⁵⁶, qui avait conclu que l'appréciation commerciale s'appliquait à un recours en vertu de l'article 130 de la LVM. La Cour suprême du Canada a plutôt conclu que la règle de l'appréciation commerciale ne s'appliquait pas en l'espèce :

« [...] bien que les prévisions soient une question d'appréciation commerciale, la divulgation est une question d'obligation légale. La règle de l'appréciation commerciale est une notion bien établie dans le contexte des décisions *d'affaires*, mais elle ne doit pas servir à atténuer ou à miner l'obligation de divulgation. Dans l'arrêt *Maple Leaf Foods Inc. c. Schneider Corp.* (1998), 42 O.R. (3d) 177 (C.A.), la juge Weiler a bien exposé la règle de l'appréciation commerciale :

[TRADUCTION] Le tribunal examine si les administrateurs ont pris une décision raisonnable et non pas la meilleure décision. Dès lors que la décision prise conserve un caractère raisonnable, le tribunal ne devrait pas substituer son avis à celui du conseil, même si les événements ultérieurs peuvent avoir jeté le doute sur la décision du conseil. Dans la mesure où les administrateurs ont choisi l'une des diverses solutions raisonnables qui s'offraient, la retenue est de mise à l'égard de la décision du conseil... [Italiques omis; p. 192.] »¹⁵⁷

Suivant la décision *Danier Leather Inc.*, l'enseignement de la Cour dans la décision *Schneider Corp.* relativement à la règle de l'appréciation commerciale trouve toujours application en droit canadien.

Finalement, en ce qui concerne la sanction du devoir de prudence et diligence par un recours en responsabilité extracontractuelle basée sur le droit civil québécois, soit l'article 1457 C.c.Q., deux récentes décisions des tribunaux québécois, *Méthot c. Banque fédérale de développement du Canada*¹⁵⁸ et *Société d'habitation des Veilles*

¹⁵⁶ *Kerr v. Danier Leather Inc.*, préc., note 154. Voir aussi : Jeremy D. FRAIBERG et Robert YALDEN, « *Kerr v. Danier Leathers Inc.: Disclosure, Deference and the Duty to Update Forward-Looking Information* », (2006) 43 *Can. Bus. L.J.* 106, 123-130.

¹⁵⁷ *Kerr v. Danier Leather Inc.*, préc., note 154, par 54.

¹⁵⁸ J.E. 2006-1044 (C.A.).

*Forges inc. c. Béliveau*¹⁵⁹ ont établi que le critère de faute simple s'applique dans l'analyse d'un tel recours.

¹⁵⁹ 2006 QCCS 3742.

CHAPITRE III : L'AFFAIRE BCE ET LES DEVOIRS DES ADMINISTRATEURS DANS LE CADRE D'UNE PRISE DE CONTRÔLE AU CANADA

Dans cette section, nous nous intéresserons notamment aux répercussions des enseignements du plus haut tribunal du pays qui sont intervenus dans le cadre de la saga judiciaire qui a pris naissance suite à la tentative d'acquisition de la société BCE.

Pour ce faire, nous étudierons en détail les décisions rendues par les différentes instances judiciaires, les commentaires de juristes et d'académiciens à leur égard et l'application jurisprudentielle subséquente de ces enseignements. Sur la base cette analyse, nous conclurons l'étude du présent mémoire en présentant l'état du droit relatif aux devoirs des administrateurs dans le contexte d'une prise de contrôle.

1. LA MISE EN CONTEXTE

1.1 LA PRÉSENTATION DES PARTIES IMPLIQUÉES

Afin de pouvoir apprécier pleinement la présente analyse de l'affaire *BCE*, l'identification et la mise en contexte des parties impliquées s'avèrent nécessaires. De ce fait, sous ce point, nous vous présenterons BCE inc., Bell Canada, les détenteurs de débentures de Bell Canada et les fiduciaires, le consortium dirigé par Teachers et les autres intervenants au présent litige.

1.1.1 La cible : BCE inc.¹⁶⁰

La société BCE inc. (« BCE ») est la plus importante entreprise de communications au Canada. Cette société a été constituée en 1970 et prorogée en vertu de la L.C.S.A., en 1979. Le capital de BCE est composé de plus de 800 millions actions ordinaires et 110 millions actions privilégiées émises et en circulation, lesquelles sont détenues par plus de 600 000 actionnaires inscrits et véritables propriétaires. BCE est un émetteur assujéti dont les titres sont inscrits à la cote des principales bourses canadienne et américaine¹⁶¹.

1.1.2 La filiale de la cible : Bell Canada¹⁶²

Constituée au 19^e siècle, Bell Canada est aujourd'hui une société régie par la L.C.S.A.¹⁶³ Le 28 avril 1983, Bell Canada est devenue, par une série d'opérations, une

¹⁶⁰ Les faits énoncés à la présente section ont été relatés par de multiples sources, notamment : *BCE Inc. c. Détenteurs de débetures de 1976*, [2008] 3 R.C.S. 560, par. 5-8; *BCE inc. (Arrangement relatif à)*, [2008] R.J.Q. 1298 (C.A.), par. 7; *BCE inc. (Arrangement relatif à)*, [2008] R.J.Q. 1097 (C.S.), par. 16-21; *CIBC Mellon Trust Company c. Bell Canada*, [2008] R.J.Q. 1029 (C.S.), par. 15-18; *Computershare Trust Company of Canada c. Bell Canada*; *Aegon Capital Management Inc. c. BCE inc.*, [2008] R.J.Q. 1119 (C.S.); *Addenda Capital inc. c. Bell Canada*, 2008 QCCS 906, par. 19-22. Voir aussi l'avis d'assemblée extraordinaire des actionnaires et la circulaire de sollicitation de procuration de la direction de BCE, datée du 7 août 2007 ainsi que les communiqués de presse émis par BCE et disponibles en ligne : <<http://www.bce.ca/fr/news/releases/newsbycategory/>>.

¹⁶¹ Les titres sont inscrits à la cote de la Bourse de Toronto (TSX) ainsi qu'à celle de la Bourse de New York (NYSE).

¹⁶² Les faits énoncés à la présente section ont été relatés par de multiples sources, notamment : *BCE Inc. c. Détenteurs de débetures de 1976*, préc., note 160, par. 5-6; *BCE inc. (Arrangement relatif à)*, préc., note 160 (C.A.), par. 7; *BCE inc. (Arrangement relatif à)*, préc., note 160, par. 18-22 (C.S.); *CIBC Mellon Trust Company c. Bell Canada*, préc., note 160, par. 15-18; *Computershare Trust Company of Canada c. Bell Canada*, préc., note 160; *Aegon Capital Management Inc. c. BCE inc.*, préc., note 160; *Addenda Capital inc. c. Bell Canada*, préc., note 160, par. 19-22. Voir aussi l'avis d'assemblée extraordinaire des actionnaires et la circulaire de sollicitation de procuration de la direction de BCE, datée du 7 août 2007 ainsi que les communiqués de presse émis par BCE et disponibles en ligne : <<http://www.bce.ca/fr/news/releases/newsbycategory/>>.

¹⁶³ La société de téléphone Bell du Canada, aujourd'hui Bell Canada, a été constituée par une loi spéciale du Parlement du Canada le 29 avril 1880 : Loi spéciale de Bell Canada, S.C. 1880, c. 67, révisée. Près d'un siècle plus tard, Bell Canada fut prorogée en vertu de la Loi sur les sociétés commerciales canadiennes, aujourd'hui la L.C.S.A., par certificat émis le 21 avril 1982 : S.C. 1974-1975-1976, c.33. La société utilise la dénomination Bell Canada depuis le 7 mars 1968.

filiale à part entière de BCE conformément à un plan d'arrangement approuvé par la Cour supérieure et confirmé par la Cour d'appel du Québec¹⁶⁴.

Dans le contexte de la présente affaire, il est important de préciser deux aspects factuels de la relation entre BCE et sa filiale à part entière, Bell Canada. Premièrement, bien que ces proportions aient considérablement fluctué au cours des années, au moment où la Cour supérieure a rendu une décision à l'égard du plan d'arrangement proposé, Bell Canada représentait, sur une base non consolidée, environ 56 % des revenus et 77 % des actifs de BCE. Deuxièmement, bien que depuis 2003, BCE et Bell Canada ont les mêmes administrateurs et quelques hauts dirigeants en commun¹⁶⁵, ces deux entités sont et ont toujours été deux entités légales distinctes avec des chartes, des statuts et des règlements différents. D'ailleurs, plusieurs autres éléments les distinguent, à savoir leurs actifs, dettes, obligations, passifs, cotes de crédit, compte bancaire, comptabilité, tenue de livres et investissements.

1.1.1 L'Acquéreur : le consortium dirigé par Teachers

L'Acquéreur est un groupe composé du Conseil du Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario (« Teachers »), de Providence Equity Partners Inc. et de Madison Dearborn Partners, LLC. Ces trois investisseurs sophistiqués possèdent une vaste expérience dans les acquisitions par emprunt impliquant d'importants effets de levier¹⁶⁶.

¹⁶⁴ *Bell Canada et P.G. du Canada*, n° 500-09-001410-828, 24 mars 1983 (C.A. Montréal); *Bell Canada et P.G. du Canada*, J.E. 82-1113 (C.S.)

¹⁶⁵ En date du 5 mars 2008, les dirigeants suivants occupaient des fonctions tant auprès de BCE que de Bell Canada : Michael J. Sabia (Président et chef de la direction de BCE et Chef de la direction de Bell Canada), Ron Close (Président - Bell Nouveaux investissements), William J. Fox (Vice-président exécutif - communications et développement de l'entreprise), Leo Houle (Chef de la gestion des talents), Lawson A.W. Hunter (Vice-président exécutif et chef des services généraux), Scott L. Thomson (Vice-président exécutif - planification et développement de l'entreprise), Martine Turcotte (Chef principale du service juridique) et Siim A. Vanaselja (Chef des affaires financières).

¹⁶⁶ Teachers est l'un des plus importants régimes de retraite au Canada. De ce groupe d'acquéreurs, seule Teachers détenait une participation dans BCE, à savoir qu'en date du 7 août 2007, Teachers était le principal actionnaire de BCE avec environ 6,3 % des actions ordinaires en circulation. Providence Equity Partners Inc. est le plus important cabinet de capital-investissement qui se spécialise exclusivement dans les secteurs des médias et du divertissement, des communications, de l'éducation et de l'information. Madison Dearborn Partners, LLC se présente comme étant l'un des cabinets de capital-investissement ayant le

À la suite de la conclusion du plan d'arrangement¹⁶⁷, tel que proposé aux actionnaires le 21 septembre 2007, la participation des nouveaux acquéreurs dans BCE serait répartie ainsi : 52 % détenus par Teachers, 32 % par Providence, 9 % par Madison et 7 % par d'autres investisseurs canadiens.

1.1.2 Les plaignants : les détenteurs de débetures¹⁶⁸

Parmi les différents financements mis en place par Bell Canada au cours de son existence, trois retiennent particulièrement notre attention dans le contexte du présent litige. Il s'agit de trois séries de débetures émises en 1976, 1996 et 1997, lesquelles sont respectivement constatées par trois actes de fiducie, et ce, pour une dette à long terme totalisant 7,2 milliards de dollars¹⁶⁹.

Les détenteurs de ces débetures qui ont contesté le plan d'arrangement sont principalement des institutions financières, des caisses de retraite et des sociétés d'assurances. La Cour suprême les identifie ainsi : « [c]e sont des participants d'envergure dans les marchés de la dette, qui ont une expérience approfondie et une

plus d'expérience et de succès aux États-Unis et gère principalement cinq fonds.

¹⁶⁷ La transaction avait été structurée de manière à ce que toutes les actions ordinaires et privilégiées de BCE, émises et en circulation, soient acquises par une société constituée pour effectuer l'offre, 6796508 Canada inc. (« Bidco »), elle-même filiale d'une société privée devant être constituée par le consortium (« BCE Holdco ») et détenue par le groupe d'Acquéreurs. Pour plus d'informations, voir l'entente définitive intervenue entre l'Acquéreur et BCE le 29 juin 2007. Notons que, tel qu'en fait foi le Système informatisé pour la recherche de dénomination sociale et de marques de commerce (NUANS), la société a changé de nom le 10 avril 2008 pour « BCE Acquisition inc. ».

¹⁶⁸ Les faits énoncés à la présente section ont été relatés par de multiples sources, notamment : *BCE Inc. c. Détenteurs de débetures de 1976*, préc., note 160, par. 7; *BCE inc. (Arrangement relatif à)*, préc., note 160, par. 8-11 (C.A.); *BCE inc. (Arrangement relatif à)*, préc., note 160, par. 31-45 (C.S.); *CIBC Mellon Trust Company c. Bell Canada*, préc., note 160, par. 13, 14, 21-24; *Computershare Trust Company of Canada c. Bell Canada*, préc., note 160, par. 13, 16-21; *Aegon Capital Management Inc. c. BCE inc.*, préc., note 160; *Addenda Capital inc. c. Bell Canada*, préc., note 160, par. 19-22.

¹⁶⁹ Ces débetures ont été émises par Bell Canada, en vertu de trois actes de fiducies, soit l'acte de fiducie intervenu entre Bell Canada et le Royal Trust Company, à titre de fiduciaire, le 1^{er} juillet 1976 par lequel les parties consentaient à émettre les débetures de 1976 (« Acte de fiducie de 1976 »). L'acte de fiducie de 1996 est intervenu le 17 avril 1996, entre Bell Canada et The Royal Trust Company, à titre de fiduciaire (« Acte de fiducie de 1996 »). L'acte de fiducie de 1997 est intervenu le 28 novembre 1997, entre Bell Canada et CIBC Mellon Trust Company – Compagnie Trust CIBC Mellon, à titre de fiduciaire (« Acte de fiducie de 1997 »). CIBC Mellon Trust Company a succédé à titre de fiduciaire aux actes de fiducie de 1976 et de 1997 et Computershare Trust Company of Canada a fait de même pour l'acte de fiducie de 1996.

connaissance historique des marchés financiers »¹⁷⁰.

Ces débetures émises par Bell Canada étaient considérées comme un placement admissible¹⁷¹, et ce, jusqu'à l'annonce de l'offre d'acquisition par emprunt qui a entraîné une baisse de leur cote de crédit. Cette décote des débetures a posé deux principaux problèmes aux détenteurs. Tout d'abord, la valeur des débetures a chuté en moyenne de 20 % sur les marchés. D'autre part, puisque certains détenteurs sont assujettis à des restrictions quant à la cote de crédit des titres qu'ils détiennent, ils pouvaient être contraints de se départir à perte de leurs débetures n'ayant plus la qualification de placement admissible.

Sans entrer davantage dans les détails, notons que l'Acte de fiducie de 1976 et l'Acte de fiducie de 1996 contiennent respectivement une clause suivant laquelle « the reorganization or reconstruction of the Company [Bell Canada] or the consolidation, amalgamation or merger of the Company [Bell Canada] with any other corporation » nécessite spécifiquement l'approbation du fiduciaire de ces actes. Cet article 8.01 donnait ainsi aux fiduciaires un droit de faire valoir les intérêts des détenteurs de débeture en regard d'une transaction envisagée. À cet effet, les requêtes pour jugement déclaratoire déposées par les fiduciaires des actes de fiducie de 1976 et 1996 sont fondées sur le libellé de ces clauses. L'Acte de fiducie de 1997 ne contenait pas une telle clause.

¹⁷⁰ *BCE Inc. c. Détenteurs de débetures de 1976*, préc., note 160, par. 7.

¹⁷¹ STANDARD & POOR'S, CORPORATE RATHING CRITERIA 2008, en ligne : <http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/fixedincome/corprate_criteria_2008.pdf> (consulté le 18 novembre 2009), p. 13 : « The term "investment grade" originally was used by various regulatory bodies to connote obligations eligible for investment by institutions such as banks, insurance companies, and savings and loan associations. Over time, it gained widespread use throughout the investment community. Issues rated in our four highest categories—'AAA', 'AA', 'A', and 'BBB'—generally are recognized as investment grade. Debt rated 'BB' or below generally is considered "speculative grade." (The term "junk bond" is merely an irreverent expression for this category of more risky debt; "high-grade" and "high-yield" debt are common terms, as well.) ». Voir aussi : MOODY'S INVESTORS SERVICES, MOODY'S RATHING SYMBOLS & DEFINITIONS, 2009, en ligne : <<http://v3.moodys.com/sites/products/AboutMoodyRatingsAttachments/MoodyRatingsSymbolsand%20Definitions.pdf>> (consulté le 18 novembre 2009).

1.2 L'ANALYSE DES FAITS

Afin de pleinement apprécier les questions de droit soulevées par l'affaire *BCE*, un survol des principaux faits s'avère nécessaire. Ensuite, nous nous attarderons à l'offre du consortium mené par Teachers et ses principales modalités, pour finalement aborder les motifs de contestation de cette prise de contrôle par certains détenteurs de débentures.

1.2.1 Les événements antérieurs au plan d'arrangement¹⁷²

Dès 2005, BCE avait entrepris d'effectuer une série d'opérations afin de recentrer les activités de BCE exclusivement sur Bell Canada, dans l'optique d'améliorer ainsi la valeur de la société¹⁷³. À cet effet, en décembre 2006, à la suite de la vente de Télésat pour une somme de 3,25 milliards de dollars, BCE a engagé les services de conseillers financiers et d'investissements externes, Goldman, Sachs & Co. et RBC Capital Markets¹⁷⁴. L'objectif de ce mandat était d'aider BCE à évaluer les options qui

¹⁷² Les faits énoncés à la présente section ont été relatés par de multiples sources, notamment : *BCE Inc. c. Détenteurs de débentures de 1976*, préc., note 160, par. 9-19; *BCE inc. (Arrangement relatif à)*, préc., note 160, par. 7-34 (C.A.); *BCE inc. (Arrangement relatif à)*, préc., note 160, par. 46-95 (C.S.); *Addenda Capital inc. c. Bell Canada*, préc., note 160, 26-68. Voir aussi, l'avis d'assemblée extraordinaire des actionnaires et la circulaire de sollicitation de procuration de la direction de BCE, datée du 7 août 2007, le rapport annuel 2007 de BCE ainsi que les communiqués de presse émis par BCE et disponibles en ligne : <<http://www.bce.ca/fr/news/releases/newsbycategory/>>.

¹⁷³ Le 11 octobre 2006, afin de créer davantage de valeur pour les actionnaires et d'assurer notamment la compétitivité de BCE dans le marché des télécommunications, la direction de BCE annonçait une réorganisation de son groupe par laquelle la société BCE serait éliminée et Bell Canada serait convertie en fiducie de revenu. Voir à cet effet : Communiqué de presse, « BCE sera éliminée Bell Canada sera convertie en fiducie de revenu », émis par BCE le 11 octobre 2006, en ligne :

<<http://www.bce.ca/fr/news/releases/corp/2006/10/11/73893.html>>; Annexe 51-102A3, « Déclaration de changement important », émis par BCE le 11 octobre 2006.

Cependant, cette conversion ne verra pas le jour à la suite de l'annonce du gouvernement fédéral, le 31 octobre 2006, qu'il retirait l'avantage fiscal applicable aux fiducies de revenu et mettait ainsi en place un impôt sur les distributions versées par les fiducies de revenu à leurs actionnaires. Voir en ligne : <<http://www.fin.gc.ca/n06/06-061-fra.asp>>. À la suite de l'annonce de celui-ci, BCE fait volte-face relativement à son intention de convertir BCE en fiducie de revenu et à cet effet, voir : Communiqué de presse, « BCE annonce ses résultats du troisième trimestre de 2006 », émis par BCE le 1er novembre 2006, en ligne : <<http://www.bce.ca/fr/news/releases/corp/2006/11/01/73933.html>>.

¹⁷⁴ Communiqué de presse, « BCE annonce la vente de Telesat pour 3,42 milliards », émis par BCE le 18 décembre 2006, en ligne :

<<http://www.bce.ca/fr/news/releases/corp/2006/12/18/74086.html>>.

s'offraient à elle pour utiliser ces liquidités de manière à maximiser le plus efficacement la valeur pour ses actionnaires.

Au fil des ans, Bell Canada a fait des représentations au marché relativement à l'importance qu'elle accordait à préserver la qualité du crédit de Bell Canada afin que ses titres de dette demeurent des placements admissibles. À différentes occasions, il est arrivé à Michael Sabia, président et directeur général de BCE et par le fait même directeur général de Bell Canada, de confirmer cet engagement en ce sens.

Durant cette même période, BCE a été informée que Kohlberg Kravis Roberts & Co. (« KKR »), une société américaine gestionnaire de fonds d'investissement privé, s'intéressait à BCE. En réponse à cet intérêt, le président et chef de la direction de BCE, M. Michael Sabia, a contacté KKR et a rencontré deux de ses représentants. M. Sabia a, par la suite, informé le marché que BCE n'était pas intéressée par une opération avec KKR. Soulignons qu'à cette époque, BCE était une cible toute désignée pour une acquisition, puisque la société avait un important flux de trésorerie et que ses indicateurs financiers étaient très positifs.

En février 2007, les rumeurs d'offre d'achat de BCE se sont faites de plus en plus persistantes. Une première vague de rumeurs concernait une offre possible de la part de KKR, assistée de l'Office d'investissement du régime de pensions du Canada (« RPC »). Par la suite, des rumeurs circulaient suivant lesquelles une société bancaire d'investissement, en partenariat avec Teachers, était également intéressée à acquérir BCE. À la suite d'une rencontre avec le conseil d'administration de BCE, M. Sabia a contacté les représentants de KKR, du RPC et de Teachers et leur a affirmé que BCE n'était pas intéressée par une éventuelle prise de contrôle.

Le 7 mars 2007, les administrateurs de BCE ont été informés, lors d'une réunion du conseil d'administration, que les deux groupes identifiés précédemment s'étaient montrés intéressés à une possible opération de privatisation de BCE. Les conseillers financiers de BCE ont été appelés à analyser différentes opérations alternatives pour améliorer la valeur de la société pour ses actionnaires. À la lumière de ces analyses, le conseil d'administration de BCE a alors déterminé que la privatisation n'était pas une avenue à poursuivre pour le moment. Le conseil a établi que la priorité de BCE était de

créer de la valeur pour les actionnaires et qui se concrétiserait par l'exécution du plan d'affaires de la société pour 2007. Le conseil d'administration a demandé à la direction d'aviser les représentants des deux groupes intéressés que BCE n'envisageait pas d'être privatisée. Ce message fut livré les 8 et 9 mars 2007 et à nouveau, le 20 mars 2007.

Le 29 mars 2007, la manchette du quotidien *Globe and Mail* faisait état de supposées discussions entre BCE et un consortium composé de KKR et de Teachers¹⁷⁵. BCE, à la suite d'une demande des Services de réglementation des marchés de la Bourse de Toronto, a émis le même jour un bref communiqué dans lequel il était mentionné notamment que « [BCE] n'était en discussion avec aucun investisseur privé au sujet de la privatisation de l'entreprise ou de toute transaction semblable. De plus, BCE a affirmé qu'elle n'avait aucune intention d'amorcer des discussions de cette nature. »¹⁷⁶

Le 9 avril 2007, BCE a été mise en jeu¹⁷⁷ lorsque Teachers a déposé auprès de la Securities and Exchange Commission (SEC) le formulaire Schedule 13D¹⁷⁸, dans lequel Teachers informait que sa participation passive comme actionnaire de BCE devenait active et que : « as the [BCE]'s largest shareholder, Teachers' is closely monitoring developments and is exploring its options. ». Teachers mentionnait également qu'elle se réservait le droit d'acquérir des actions supplémentaires de BCE et encourageait BCE à considérer et explorer certaines opérations, dont la vente ou l'acquisition d'actifs ou d'entreprises, ou toute transaction, telles une fusion ou une

¹⁷⁵ Eric REGULY et Andrew WILLIS, « U.S. equity firm stalks BCE, plots takeover », *The Globe and Mail*, 29 mars 2007, disponible en ligne : <<http://www.theglobeandmail.com/report-on-business/article750485.ece>>.

¹⁷⁶ Communiqué de presse, « BCE », émis par BCE le 29 mars 2007, en ligne : <<http://www.bce.ca/fr/news/releases/corp/2007/03/29/74199.html>>.

¹⁷⁷ Bien que les trois tribunaux aient affirmé que BCE était en jeu à cette date, voir par 47 de la Cour supérieure, par 16-17 de la Cour d'appel et par. 13 de la CSC, nous ne sommes pas convaincus. Nous sommes d'avis que le simple dépôt d'une offre d'acquisition, alors que le conseil d'administration de BCE se disait non intéressé et affirmait vouloir poursuivre son plan d'affaires à long terme, ne suffisait pas pour que BCE se retrouve en jeu.

¹⁷⁸ Le formulaire « Schedule 13D » est communément appelé « beneficial ownership report » et tel que mentionné sur le site Internet de la SEC, à l'adresse <<http://www.sec.gov/answers/sched13.htm>>, il doit être déposé : « [w]hen a person or group of persons acquires beneficial ownership of more than 5% of a voting class of a company's equity securities registered under Section 12 of the Securities Exchange Act of 1934, they are required to file a Schedule 13D with the SEC. [...] ».

réorganisation. Immédiatement après ce dépôt, les spéculations ont pris de la vigueur sur le marché et dans les médias relativement à une probable privatisation de BCE¹⁷⁹.

À la suite de cette mise en jeu de BCE, le conseil d'administration a réitéré sa position, lors d'une réunion tenue le 10 avril 2007, à l'effet qu'il n'entendait pas privatiser la société. Toutefois, il a convoqué ses conseillers juridiques et financiers afin d'examiner les différentes stratégies alternatives qui s'offraient à elle et d'évaluer les conséquences d'une offre publique d'achat non sollicitée. Faisant fi de l'interprétation faite par plusieurs juristes de l'arrêt *Peoples*, les conseillers juridiques de BCE ont affirmé au conseil d'administration de cette société que son devoir fiduciaire d'agir dans le meilleur intérêt de BCE se résumait à maximiser la valeur de BCE pour ses actionnaires. Basé sur cette prémisse, le processus d'enchère était le mécanisme à privilégier afin de bénéficier de la concurrence entre plusieurs soumissionnaires. De plus, tel que discuté lors d'une réunion tenue le 14 avril 2007, l'offre des soumissionnaires se devait de respecter les droits légaux et contractuels des détenteurs de débentures.

Le 17 avril 2007, BCE a publié un communiqué de presse dans lequel elle déclarait :

« [...] que l'entreprise examine les possibilités stratégiques qui s'offrent à elle en vue d'améliorer davantage la valeur offerte aux actionnaires. BCE sera guidée par le besoin constant de maximiser la valeur pour les actionnaires de l'entreprise, en prenant en considération la nécessité de répondre à toutes les exigences légales et réglementaires, notamment d'assurer que l'entreprise demeure canadienne pour respecter les restrictions existantes en matière de propriété étrangère. L'entreprise a également annoncé que dans le cadre de cet examen stratégique, elle a amorcé des discussions avec un groupe d'importants fonds de retraite canadiens en vue d'explorer la possibilité que l'entreprise, dont les actions sont actuellement vendues dans le public, soit transformée en société fermée. Ce groupe sera dirigé par l'Office d'investissement du régime de pensions du Canada (OIRPC), la Caisse de dépôt et placement du Québec et l'Office d'investissement des régimes de pensions du secteur public (Investissements PSP), qui ont signé une entente de non-divulgence et de moratoire avec BCE sur une base non exclusive. Kohlberg Kravis Roberts and Co. (KKR), l'une des principales sociétés mondiales d'investissement privé, a également signé l'entente et se joindra au consortium sous direction canadienne à titre de partenaire

¹⁷⁹ Voir notamment : BLOOMBERG, « BCE Holder Ontario Teachers' May Make Competing Bid », 17 avril 2007, en ligne : <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601082&sid=aXU3p9RCYizg>.

minoritaire. Le conseil de BCE continuera également d'explorer d'autres possibilités d'accroître davantage la valeur pour les actionnaires. [...] »¹⁸⁰ (Nous soulignons.)

À cet effet, le jour même où le communiqué a été publié, un comité indépendant de surveillance stratégique (le « CSS ») a vu le jour¹⁸¹. Les membres de ce comité, qui ont été recommandés au conseil d'administration par le comité de régie d'entreprise, étaient tous indépendants et n'avaient jamais fait partie de la direction de BCE. Le mandat du CSS était d'évaluer les différentes options stratégiques qui s'offraient à la société en vue d'améliorer la valeur offerte pour ses actionnaires. Son rôle s'est manifesté notamment par la mise sur pied et la surveillance d'un processus d'enchères. Pour ce faire, les soumissionnaires furent informés que parmi les différents critères d'évaluation de la compétitivité des offres déposées, BCE pourrait notamment considérer les conséquences du financement proposé sur les détenteurs de débetures. Plus particulièrement, BCE évaluerait si l'offre déposée respecte les droits contractuels des détenteurs de débetures, comme prévu à l'acte de fiducie applicable.

À la suite du communiqué émis le 17 avril 2007, de nombreux détenteurs de débetures ont écrit au conseil d'administration relativement à leur crainte d'une possible acquisition de contrôle par voie d'emprunt et ont demandé à recevoir une assurance que le conseil d'administration tiendrait compte de leurs intérêts. Ce à quoi BCE a répondu par écrit, le 4 mai 2007, qu'une copie de leur lettre avait été remise au comité responsable de cette question et que BCE avait l'intention de respecter les dispositions contractuelles des actes de fiducie.

En marge du processus d'enchères, parmi les mesures explorées par le CSS afin de maximiser la valeur de la société, notons que le 20 juin 2007, BCE a annoncé qu'elle avait amorcé des discussions avec Telus en vue d'évaluer la possibilité d'un éventuel

¹⁸⁰ Communiqué de presse, « Examen par BCE de ses options stratégiques : inclut des discussions sur la fermeture du capital avec un groupe sous direction canadienne », émis par BCE le 17 avril 2007, en ligne : <http://www.bce.ca/fr/news/releases/corp/2007/04/17/74215.html>.

¹⁸¹ *BCE Inc. c. Détenteurs de débetures de 1976*, préc., note 160, par. 14. Notons toutefois une contradiction avec la circulaire de sollicitation de procuration de la direction de BCE, datée du 7 août 2007, où il est mentionné que la création de ce comité date plutôt du 20 avril 2007.

regroupement d'entreprises¹⁸². Ultiment, il n'y aura toutefois pas de suite à cette avenue.

Au terme du processus d'enchères, soit le 26 juin 2007, BCE était visée par trois offres formelles, soit celle de RPC en partenariat avec KKR¹⁸³, celle de Cerberus Capital Management, L.P. (« Cerberus »)¹⁸⁴ et celle de l'Acquéreur¹⁸⁵. Soulignons qu'avant de déposer leur offre respective, ces consortiums avaient notamment procédé à une vérification diligente de BCE et évalué la disponibilité de capitaux pour financer cette acquisition, le cas échéant.

Le scénario tant redouté par les détenteurs de débentures se matérialisa. Chacune de ces trois offres prévoyait en effet une hausse considérable du niveau d'endettement de Bell Canada, faisant intervenir cette dernière à titre d'emprunteur ou de caution. Par conséquent, ces trois offres menaient à un ratio consolidé dette/EBITDA¹⁸⁶ d'au moins 5,8, ce qui aurait probablement eu pour effet d'abaisser considérablement la cote de crédit des débentures de Bell Canada et de les placer sous le seuil pour constituer un placement admissible.

¹⁸² Communiqué de presse, « Processus d'examen stratégique : BCE signe une entente de non-divulgence et de moratoire avec TELUS Corporation pour explorer la possibilité d'un regroupement d'entreprises », émis par BCE le 20 juin 2007, en ligne : <http://www.bce.ca/fr/news/releases/corp/2007/06/20/74307.html>.

¹⁸³ Le 17 avril 2007, BCE a annoncé avoir amorcé des « discussions avec un groupe d'importants fonds de retraite canadiens en vue d'explorer la possibilité que l'entreprise [...] soit transformée en société fermée. » Ce groupe est composé de l'Office d'investissement du régime de pensions du Canada, la Caisse de dépôt et placement du Québec et l'Office d'investissement des régimes de pensions du secteur public et Kohlberg Kravis Roberts and Co. Voir à cet effet : Communiqué de presse, « Examen par BCE de ses options stratégiques : inclut des discussions sur la fermeture du capital avec un groupe sous direction canadienne », émis par BCE le 17 avril 2007, en ligne : <http://www.bce.ca/fr/news/releases/corp/2007/04/17/74215.html>.

¹⁸⁴ Le 23 mai 2007, BCE a annoncé que le CSS avait amorcé des « discussions en vue d'explorer la possibilité de faire de l'entreprise une société fermée » avec un consortium composé de Cerberus Capital Management, L.P. et d'un groupe d'investisseurs canadiens. Voir à cet effet : Communiqué de presse, « Un autre consortium amorce des discussions avec BCE pour la transformation de l'entreprise en société fermée - Le processus d'examen stratégique se poursuit », émis par BCE le 23 mai 2007, en ligne : <http://www.bce.ca/fr/news/releases/corp/2007/05/23/74273.html>.

¹⁸⁵ Communiqué de presse, « Processus d'examen stratégique de BCE : Un autre consortium amorce des discussions pour la transformation de l'entreprise en société fermée », émis par BCE le 5 juin 2007, en ligne : <http://www.bce.ca/fr/news/releases/corp/2007/06/05/74288.html>.

¹⁸⁶ EBITDA est l'acronyme de *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*.

La première offre déposée par l'Acquéreur prévoyait 42,25 \$ par action. La structure d'acquisition comprenait toutefois une fusion de Bell Canada et BCE qui, suivant les Acte de fiducie de 1976 et Acte de fiducie de 1996, aurait nécessité le vote des détenteurs de débentures. BCE a toutefois informé l'Acquéreur qu'elle était préoccupée par le fait que cette fusion introduise un risque non nécessaire quant à l'opération et, par conséquent, que son offre était moins attrayante. Ainsi, conformément aux réticences de BCE, l'Acquéreur a déposé une deuxième offre, le 29 juin 2007, qui préservait les avantages fiscaux de la première offre, mais évitait le mécanisme de la fusion impliquant Bell Canada. Par le fait même, l'offre fut majorée de 0,50 \$, portant celle-ci à 42,75 \$ par action ordinaire.

Le 29 juin 2007, BCE a publié un communiqué de presse dans lequel le conseil d'administration de BCE et le CSS confirmaient avoir reçu plusieurs propositions en lien avec l'examen des options stratégiques qui s'offraient à la société¹⁸⁷. Le même jour, le conseil d'administration, après avoir comparé les trois offres et en se basant sur la recommandation du CSS, a déterminé unanimement que l'offre révisée de l'Acquéreur à 42,75 \$ par action était supérieure aux autres offres et servait les intérêts de BCE et de ses actionnaires. Pour arriver à une telle conclusion, le conseil d'administration et le CSS ont eu recours à l'expertise de plusieurs conseillers financiers pour évaluer le caractère équitable de la contrepartie offerte aux actionnaires. Considérant que le plan d'arrangement ne visait pas les droits des détenteurs de débentures de Bell Canada, ils n'ont cependant pas soumis à des experts la question du caractère équitable de cette opération envers ces derniers.

1.2.2 L'offre de Teachers et l'approbation des actionnaires¹⁸⁸

Le 29 juin 2007, l'Acquéreur et BCE ont conclu une entente définitive en vue de l'acquisition de BCE. L'entente définitive prévoit notamment les termes et conditions de

¹⁸⁷ Communiqué de presse, « Déclaration de BCE », émis par BCE le 29 juin 2007, en ligne : <<http://www.bce.ca/fr/news/releases/corp/2007/06/29/74321.html>>.

¹⁸⁸ *BCE Inc. c. Détenteurs de débentures de 1976*, préc., note 160, par. 20; *BCE inc. (Arrangement relatif à)*, préc., note 160, par. 29 et 91 (C.A.); *BCE inc. (Arrangement relatif à)*, préc., note 160, par. 96-98 (C.S); *Addenda Capital inc. c. Bell Canada*, préc., note 160, par. 76-78. Voir aussi l'avis d'assemblée extraordinaire des actionnaires et la circulaire de sollicitation de procuration de la direction de BCE, datée du 7 août 2007 ainsi que les communiqués de presse émis par BCE et disponibles en ligne : <<http://www.bce.ca/fr/news/releases/newsbycategory/>>.

la mise en œuvre du plan d'arrangement¹⁸⁹. Selon les modalités de l'entente, toutes les actions émises et en circulation de BCE étaient ainsi acquises. L'offre représentait une prime d'environ 40 % pour les actionnaires par rapport au cours moyen des actions ordinaires de BCE au premier trimestre de 2007, avant que la possibilité d'une transaction soit évoquée publiquement. Cette offre représente également un ratio de 7,8 fois le BAIIA (« bénéfice avant intérêts, impôts et amortissement ») pour la période de 12 mois se terminant le 31 mars 2007.

L'acquisition de BCE prenait la forme d'une opération payable entièrement en espèces qui s'élevait à environ 52 milliards de dollars canadiens. De cette somme, l'acquéreur injectait dans BCE près de 8 milliards de dollars de nouveaux capitaux propres, tandis que 38,5 milliards de dollars étaient à la charge de BCE. Pour appuyer cette dette, Bell Canada fournissait une garantie d'emprunt à la hauteur d'environ 30 milliards de dollars¹⁹⁰.

Quant à la solvabilité de BCE à la suite de cette acquisition, notons au passage que les parties ont assujéti la réalisation de cette opération à l'obtention d'une opinion comptable attestant que BCE demeurerait solvable afin de pouvoir respecter ses obligations à la suite de la transaction¹⁹¹.

Comme mentionné précédemment, le conseil d'administration de BCE a unanimement conclu que l'arrangement ainsi proposé était équitable pour les actionnaires et dans l'intérêt de BCE et a recommandé aux actionnaires de voter en faveur de cet

¹⁸⁹ À cet effet, voir : l'entente définitive intervenue entre l'Acquéreur et BCE le 29 juin 2007. Voir également : Communiqué de presse, « BCE conclut une entente définitive en vue de son acquisition par un groupe d'investisseurs dirigés par Teachers, Providence et Madison – Le Conseil de BCE recommande aux actionnaires d'accepter l'offre de 42,75 \$ CA (40,13 \$ US) par action », émis par BCE le 30 juin 2007, en ligne : <http://www.bce.ca/fr/news/releases/corp/2007/06/30/74325.html>.

¹⁹⁰ À ce sujet, voir : Communiqué de presse, « BCE conclue une entente définitive en vue de son acquisition par un groupe d'investisseurs dirigé par Teachers, Providence et Madison - Le Conseil de BCE recommande aux actionnaires d'accepter l'offre de 42,75 \$ CA (40,13 \$ US) par action », émis par BCE le 30 juin 2007, en ligne : <http://www.bce.ca/fr/news/releases/corp/2007/06/30/74325.html>.

¹⁹¹ Voir l'Annexe 51-102A3, « Déclaration de changement important », émis par BCE le 5 juillet 2007. Voir aussi, l'entente définitive au paragraphe 8.1 f). De plus, bien que l'application de cette clause n'ait pas eu d'incidence dans le litige analysé dans le présent travail, notons tout de même que l'opération d'acquisition échouera ultimement suite au refus de la firme comptable désignée d'émettre une telle opinion de solvabilité.

arrangement¹⁹². Le 21 septembre 2007, les actionnaires ont approuvé le plan d'arrangement dans une proportion de 97,93 % des voix exprimées¹⁹³.

1.2.3 Les contestations des détenteurs de débetures

Le 10 août 2007, la Cour supérieure du Québec, dans le cadre de la procédure d'autorisation du plan d'arrangement, a rendu une ordonnance provisoire autorisant BCE à tenir une assemblée extraordinaire de ses actionnaires afin de soumettre au vote le plan d'arrangement envisagé. La demande d'ordonnance définitive a été entendue le 10 octobre 2007 par ce même tribunal.

Alors que les actionnaires de BCE ont approuvé le plan d'arrangement proposé dans une proportion de 97,93 %, les détenteurs de débetures de 1976, 1996 et 1997 ont contesté judiciairement ce plan. Comme nous en avons discuté précédemment, l'annonce de l'entente entre BCE et l'Acquéreur a entraîné une baisse considérable de la cote de crédit des débetures, menaçant leur statut de placement admissible.

Pour ce faire, en plus de contester l'approbation de l'arrangement sur la base qu'il n'était pas équitable et raisonnable en vertu de l'article 192 de la L.C.S.A.¹⁹⁴, les

¹⁹² À cet effet, voir l'avis d'assemblée extraordinaire des actionnaires et la circulaire de sollicitation de procuration de la direction de BCE, datée du 7 août 2007.

¹⁹³ Communiqué de presse, « Les actionnaires de BCE approuvent l'acquisition par Teachers, Providence Equity et Madison Dearborn », émis par BCE le 21 septembre 2007, en ligne : <<http://www.bce.ca/fr/news/releases/corp/2007/09/21/74443.html>>. Voir aussi le « Rapport des résultats de vote », déposé sur SEDAR le 26 septembre 2008 sous le profil de BCE.

¹⁹⁴ L'article 192 de la L.C.S.A. prévoit :

« 192. (1) Au présent article, « arrangement » s'entend également de :

- a) la modification des statuts d'une société;
- b) la fusion de sociétés;
- c) la fusion d'une personne morale et d'une société pour former une société régie par la présente loi;
- d) le fractionnement de l'activité commerciale d'une société;
- e) la cession de la totalité ou de la quasi-totalité des biens d'une société à une autre personne morale moyennant du numéraire, des biens ou des valeurs mobilières de celle-ci;
- f) l'échange de valeurs mobilières d'une société contre des biens, du numéraire ou d'autres valeurs mobilières soit de la société, soit d'une autre personne morale;
- f.1) une opération de fermeture ou d'éviction au sein d'une société;
- g) la liquidation et la dissolution d'une société;
- h) une combinaison des opérations susvisées.

(2) Pour l'application du présent article, une société est insolvable dans l'un

détenteurs de débentures ont déposé quatre requêtes distinctes, soit deux demandes de redressement pour abus en vertu de l'article 241 de la L.C.S.A.¹⁹⁵ et deux requêtes pour jugements déclaratoires. De manière générale, les arguments de détenteurs de débentures pour s'opposer à cette opération s'appuyaient principalement sur la baisse importante de la valeur à court terme de leurs débentures, le risque que ces valeurs mobilières ne soient plus qualifiées de placements admissibles et le non-respect de certaines dispositions des actes de fiducie.

ou l'autre des cas suivants :

- a) elle ne peut acquitter son passif à échéance;
 - b) la valeur de réalisation de son actif est inférieure à la somme de son passif et de son capital déclaré.
- (3) Lorsqu'il est pratiquement impossible pour la société qui n'est pas insolvable d'opérer, en vertu d'une autre disposition de la présente loi, une modification de structure équivalente à un arrangement, elle peut demander au tribunal d'approuver, par ordonnance, l'arrangement qu'elle propose.
- (4) Le tribunal, saisi d'une demande en vertu du présent article, peut rendre toute ordonnance provisoire ou finale en vue notamment :
- a) de prévoir l'avis à donner aux intéressés ou de dispenser de donner avis à toute personne autre que le directeur;
 - b) de nommer, aux frais de la société, un avocat pour défendre les intérêts des actionnaires;
 - c) d'enjoindre à la société, selon les modalités qu'il fixe, de convoquer et de tenir une assemblée des détenteurs de valeurs mobilières, d'options ou de droits d'acquérir des valeurs mobilières;
 - d) d'autoriser un actionnaire à faire valoir sa dissidence en vertu de l'article 190;
 - e) d'approuver ou de modifier selon ses directives l'arrangement proposé par la société.
- (5) La personne qui présente une demande d'ordonnance provisoire ou finale en vertu du présent article doit en donner avis au directeur, et celui-ci peut comparaître en personne ou par ministère d'avocat. [...] ».

¹⁹⁵ L'article 241 de la L.C.S.A. prévoit :

- « 241. (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 son comportement;
 - b) soit par la façon dont elle conduit ses activités commerciales ou ses affaires internes;
 - c) soit par la façon dont ses administrateurs exercent ou ont exercé leurs pouvoirs. [...] »

1.2.3.1 La contestation du plan d'arrangement

Les détenteurs de débetures ont notamment contesté le plan d'arrangement présenté par BCE conformément à l'article 192 de la L.C.S.A. Cependant, bien que l'analyse du caractère équitable et raisonnable du plan d'arrangement proposé ait été amplement discutée par les instances judiciaires dans la présente affaire, nous n'en traiterons que brièvement dans le présent mémoire. Cela s'explique du fait que l'opération du plan d'arrangement exige que certaines conditions soient remplies pour que le tribunal approuve l'opération¹⁹⁶, mais ces exigences ne font pas intervenir, à proprement dire, les devoirs des administrateurs prévus à l'article 122 de la L.C.S.A.

Nous discuterons cependant de l'autorisation du plan d'arrangement lors de l'analyse des motifs élaborés par la Cour d'appel du Québec, puisque cette cour avait combiné

¹⁹⁶ Pour davantage d'informations relativement à l'opération du plan d'arrangement, nous vous référerons aux ouvrages suivants : S. ROUSSEAU et P. DESALLIERS, *Les devoirs des administrateurs lors d'une prise de contrôle. Étude comparative du droit du Delaware et du droit canadien*, préc., note 4, p. 14-20; Robert YALDEN et Hugo-Pierre GAGNON, « Fusion et acquisition d'une société par actions », dans JurisClasseur Québec, coll. « Droit des affaires », *Droit des sociétés*, fasc. 17, Montréal, LexisNexis Canada, feuilles mobiles, par. 64-90; M. MARTEL et P. MARTEL, *La compagnie au Québec. Les aspects juridiques*, préc., note 24, par. 19-262 et suiv.; Anita I. ANAND, « Flexibility vs. Certainty : The Law Relating to Arrangements after BCE », (2009) 48 *Can. Bus. L.J.* 174, 175-179 et particulièrement le diagramme présenté par la Professeure Anand; O. PROULX, préc., note 7, 51-57; Markus KOEHNEN, *Oppression and Related Remedies*, Toronto, Thomson Carswell, 2004, p. 169-195; Philippe COUTURE, *Les difficultés de l'arrangement statutaire de la L.C.Q. et l'utilisation croissante de celui de la L.C.S.A.*, mémoire de maîtrise, Montréal, Faculté des études supérieures, Université de Montréal, 2007, en ligne : <<http://hdl.handle.net/1866/2639>>. De plus, dans une décision récente, la Cour de l'Ontario a rejeté l'appel déposé par les actionnaires minoritaires de Magna qui s'opposaient à la mise en œuvre du plan d'arrangement en référant à maintes reprises aux enseignements de l'arrêt *BCE* rendu par la Cour suprême du Canada, *Magna International Inc. (Re)*, 2010 ONSC 4685.

De plus, pour une critique de l'analyse de la Cour suprême du Canada relativement à la procédure de l'arrangement, nous vous recommandons A. I. Anand, « Flexibility vs. Certainty: The law Relating to Arrangements after BCE », préc., note 196, 174 à 189, où l'auteure s'interroge à savoir si les nouveaux principes énoncés par cette Cour s'ajoutent aux critères déjà prévus à la L.C.S.A. et qui feraient perdre le caractère flexible de cette procédure et, par le fait même, l'un de ses principaux attraits. Dans son analyse, Mme Anand soulève également une question intéressante, à la page 182, quant aux faits de l'affaire *BCE* :

« the question must be asked as to whether a leveraged buyout such as that (contemplated in the BCE case) is ever necessary for the continued existence of the corporation, especially since it involves the corporation taking on significant levels of debt. BCE was a relatively healthy corporation and the proposed arrangement was not necessary for its continued existence. »

les critères de l'approbation du plan d'arrangement prévus à l'article 192 de la L.C.S.A. et le fardeau d'une demande de redressement pour abus présentée en vertu de 241 de la L.C.S.A. par ces derniers. La Cour suprême du Canada est venue clarifier l'état du droit à cet égard et a infirmé la décision de la Cour d'appel du Québec en différenciant les critères de ces deux « recours ».

Aux fins d'une meilleure compréhension du présent litige, il importe de mentionner que la Cour suprême du Canada, dans l'affaire *BCE*, est venue clarifier le fardeau de la preuve pour la société souhaitant obtenir l'approbation du tribunal pour procéder par voie d'arrangement prévu à l'article 192 de la L.C.S.A.¹⁹⁷ en énonçant que la société qui demande l'approbation d'un arrangement doit démontrer que :

(1) la procédure prévue à l'article 192 de la L.C.S.A. a été suivie¹⁹⁸;

¹⁹⁷ L'article 192 L.C.S.A. doit être lu de concert avec l'énoncé de politique 15.1 intitulé *Politique à l'égard des arrangements pris en vertu de l'article 192 de la L.C.S.A.* (la « Politique du Directeur ») : Gouvernement du Canada, Industrie Canada, Corporation Canada, Énoncé de politique 15.1 – Politique du directeur à l'égard des arrangements pris en vertu de l'article 192 de la Loi Canadienne sur les sociétés par actions, Ottawa, Direction générale des corporations, politique interne 15.1, 1998 [Ressource électronique], en ligne : <<http://www.ic.gc.ca/eic/site/cd-dgc.nsf/fra/cs01073.html>>. Cette politique énonce la position du Directeur nommé en vertu de la L.C.S.A. relativement aux exigences de fond et de procédure à l'égard des arrangements. Bien qu'elles n'aient pas force de loi, ces lignes reflètent une conduite que la société requérante devait adopter selon le Directeur, dans le cadre d'un arrangement.

¹⁹⁸ La Cour suprême du Canada n'a pas discuté davantage de l'exigence relative à la procédure, mais à notre avis, il englobe deux critères prévus par les tribunaux inférieurs, à savoir que le plan doit remplir les exigences législatives prévues à l'article 192 de la L.C.S.A. et que la société doit se conformer à l'ordonnance provisoire rendue par le tribunal. À ce sujet, voir : *BCE inc. (Arrangement relatif à)*, préc., note 160, par. 95 (C.A.); *BCE inc. (Arrangement relatif à)*, préc., note 160, par. 134 (C.S.). Ainsi, l'article 192 de la L.C.S.A. prévoit certains critères, à savoir notamment que l'opération doit être assimilable à un arrangement (par. 1), la société doit être solvable (par. 2) et il est « pratiquement impossible » de structurer l'opération d'une autre façon (par. 3).

Au premier paragraphe de l'article 192 de la L.C.S.A., le législateur fédéral identifie un large éventail d'opérations pouvant être effectuées par le biais d'un arrangement et cette liste n'est pas exhaustive. Par exemple, l'arrangement peut être utilisé dans un contexte de compromis sur la dette, voir *Stelco Inc. (Re)*, (2005) 2 B.L.R. (4th) 238 (C.A. Ont.), ainsi que « pour régler certaines questions d'ordre contractuel qui se posent lorsque des options ou des droits d'acquérir des titres d'une société sont en circulation et dont le sort ne pourrait être réglé de façon concluante par le biais d'une fusion », voir : P. COUTURE, préc., note 196, 13; François R. LEGAULT, « Offre publique d'achat et d'échange (fusions et acquisitions), Guide pratique et encadrement réglementaire », dans *Développements récents en valeurs mobilières 2002*, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 2002, p. 125.

Pour la deuxième condition, à savoir la solvabilité de la société, le législateur n'a pas indiqué à quel(s) moment(s) la société doit être solvable pour respecter ce critère et ce silence du législateur fédéral a malheureusement mené à une jurisprudence inconstante à cet égard. À

- (2) la demande a été soumise de bonne foi; et
- (3) l'arrangement est équitable et raisonnable, à savoir qu'il
 - a. poursuit un objectif commercial légitime¹⁹⁹; et

cet effet, voir les décisions : *Molson inc. (Arrangement relatif à)*, J.E. 2005-241 (C.S.), par. 41-44; *First Choice Capital Fund Ltd. v. Saskatchewan (Director of Corporations)*, [1999] S.J. No. 529 (Sask. C.A.); *Amoco Acquisition Co. v. Dome Petroleum Co.*, (1988) 40 B.L.R. (Alta C.A.); *St. Lawrence & Hudson Railway Co. (Re)*, [1998] O.J. (Quicklaw) n° 3934 (Ont. Gen. Div.); *Trizec Corp. (Re)*, (1994), 21 Alta. L.R. (3d) 435 (Alta. Q.B.). Pour ce qui est du dernier critère, à savoir qu'il est « pratiquement impossible » impossible de structure l'opération d'une autre façon, cette condition n'a pas été interprétée par les tribunaux aussi strictement que nous aurions pu être tentés de le croire, voir à cet effet : R. CRÉTE et S. ROUSSEAU, *Droit des sociétés par actions*, préc., note 17, par. 1084-1086; M. MARTEL et P. MARTEL, *La compagnie au Québec. Les aspects juridiques*, préc., note 24, par. 19-262; Richard A. SHAW, « Merger and Acquisition Strategies », (1996) 34 *Alta. L. Rev.* 630, 649 et suiv. La jurisprudence va également dans ce sens et nous enseigne une interprétation libérale de ce critère : *St. Lawrence & Hudson Railway Co. (Re)*, préc., note 198; *Trizec Corp. (Re)*, préc., note 198, 440-441; *Imperial Trust Co. v. Canbra Foods Ltd.*, (1987) 50 Alta. L.R. (2d) 275 (Alta. Q.B.); *Ultra Petroleum Corp. (Re)*, [2000] Y.J. (Quicklaw) no 86 (Y.T.S.Ct.); *Pacifica Papers Inc. v. Johnstone*, (2001) 15 B.L.R. (3d) 249 (B.C. S.C.), par. 59.

Pour ce qui est de la procédure du plan d'arrangement, le législateur a également prévu, à l'article 192 de la L.C.S.A., certaines conditions soit l'autorisation du tribunal à la mise en œuvre de ce plan et les obligations vis-à-vis le Directeur (pour ces exigences, voir la Politique du Directeur). Les procédures d'autorisation judiciaire interviendront en deux temps. Tout d'abord, la société visée par l'arrangement présentera sa requête, souvent de façon *ex parte*, devant le tribunal afin d'obtenir une ordonnance provisoire, voir M. KOEHNEN, préc., note 196, p. 172: « Where the applicant is aware of shareholder opposition, « it may be wise » to notify dissidents of the interim hearing but it is not, strictly speaking, necessary ». À ce sujet, voir en jurisprudence : *First Marathon Inc. (Re)*, [1999] O.J. No. 2805 (Ont. S.C.), par. 9. Si le tribunal saisi de la requête est d'avis que l'arrangement qui lui est proposé remplit les conditions discutées précédemment, le tribunal émettra une ordonnance provisoire. Cette ordonnance contiendra des directives que la requérante devra remplir en vue de la demande d'ordonnance finale, dont dans la très grande majorité des cas, l'ordonnance provisoire prévoira la tenue d'une assemblée des actionnaires afin que ces derniers, dont les droits sont touchés, puissent exercer un droit de vote à l'égard de l'arrangement proposé. Il importe de mentionner que le tribunal peut cependant décider de ne pas soumettre le plan d'arrangement aux votes des détenteurs de valeurs mobilières dont les droits sont touchés. Ce fut le cas dans l'affaire *Stelco Inc. (Re)*, préc., note 198, par. 10. Lorsque les actionnaires auront donné leur assentiment à cet arrangement, le cas échéant, et que les autres directives de l'ordonnance provisoire auront été rencontrées, le tribunal sera saisi de nouveau du dossier par la requérante, cette fois, pour une demande d'ordonnance finale.

Pour un examen plus approfondi de la procédure de l'arrangement, voir : Robert YALDEN et Hugo-Pierre GAGNON, « Fusion et acquisition d'une société par actions », « Fusion et acquisition d'une société par actions », dans *JurisClasseur Québec*, coll. « Droit des affaires », *Droit des sociétés*, fasc. 17, Montréal, LexisNexis Canada, feuilles mobiles, par. 67-83. Voir aussi : M. KOEHNEN, préc., note 196, p. 172-174 et M. MARTEL et P. MARTEL, *La compagnie au Québec. Les aspects juridiques*, préc., note 24, par. 19-280.

¹⁹⁹ Pour le premier volet de l'examen du caractère équitable et raisonnable de l'arrangement, le tribunal doit être convaincu que l'intérêt de la société visée par l'arrangement est tel qu'il justifie une atteinte aux droits des parties liées à la société. À cet effet, si l'arrangement est

- b. répond de façon équitable et équilibrée aux objections de ceux dont les droits sont visés²⁰⁰.

Dans cette affaire, le juge Silcoff a conclu que le plan d'arrangement proposé par BCE était équitable et raisonnable à l'égard des actionnaires et à l'égard des détenteurs de débetures²⁰¹. La Cour d'appel du Québec a, quant à elle, conclu que le plan d'arrangement proposé n'était pas équitable et raisonnable, puisqu'il défavorisait les détenteurs de débetures de Bell Canada au bénéfice des actionnaires de BCE. La Cour suprême du Canada a finalement tranché la question en concluant que le plan d'arrangement était équitable et raisonnable pour les personnes dont les droits étaient touchés, incluant les détenteurs de débetures. Le plus haut tribunal a donc autorisé sa mise en œuvre.

1.2.3.2 Les requêtes en jugement déclaratoire

Les fiduciaires CIBC Mellon Trust Company et Computershare Trust Company of Canada ont également présenté des requêtes en jugement déclaratoire à l'encontre de Bell Canada. Ces requêtes sont fondées sur le contenu respectif de l'Acte de fiducie de 1976 et de l'Acte de fiducie de 1996²⁰². À cet effet, les fiduciaires invoquent qu'au sens du paragraphe 8.01 de ces deux actes de fiducie, l'arrangement proposé par BCE constituait une « reorganization » ou « reconstruction » de Bell Canada et, par conséquent, nécessitait l'approbation de cette opération par le fiduciaire.

Tout comme la contestation des détenteurs de débetures basés sur le plan d'arrangement, les requêtes en jugement déclaratoire ne seront pas davantage

nécessaire pour la poursuite des activités de la société, le tribunal sera plus susceptible d'approuver le plan qui lui est proposé, et ce, malgré les effets préjudiciables qui peuvent en découler pour certaines parties : *BCE Inc. c. Détenteurs de débetures de 1976*, préc., note 160, par. 145-147.

²⁰⁰ Pour ce qui est du deuxième volet de l'analyse du caractère raisonnable et équitable du plan d'arrangement, le tribunal devra se demander si l'arrangement répond d'une façon juste et équilibrée aux objections de ceux dont les droits sont visés par cet arrangement. Pour ce faire, le tribunal doit éviter de se concentrer sur les besoins d'une seule partie et traiter équitablement toutes les parties touchées par cet arrangement. Le plan ne se doit pas d'être parfait, mais il doit plutôt être raisonnable selon les circonstances particulières de l'affaire : *BCE Inc. c. Détenteurs de débetures de 1976*, préc., note 160, par. 148-155.

²⁰¹ *BCE inc. (Arrangement relatif à)*, préc., note 160, par. 121-166 (C.S.).

²⁰² *CIBC Mellon Trust Company c. Bell Canada*, préc., note 160; *Computershare Trust Company of Canada c. Bell Canada*, préc., note 160.

discutées dans le présent mémoire, ces recours n'ont pas fait intervenir les devoirs des administrateurs. Il s'agit davantage d'une question d'interprétation des contrats. Sachez cependant que ces requêtes ont été rejetées par la Cour supérieure et la Cour d'appel du Québec et qu'elles ne furent pas discutées devant la Cour suprême du Canada²⁰³.

1.2.3.3 Les demandes de redressement pour abus

De surcroît aux requêtes discutées précédemment, les détenteurs de débentures de 1976 et de 1996 et Computershare, à titre de fiduciaire en vertu de l'Acte de fiducie de 1996, ont déposé des demandes de redressement pour abus en vertu de 241 de la L.C.S.A.²⁰⁴, dans lesquels ils allèguent que plan d'arrangement et l'entente définitive :

« unduly prejudice them and unfairly disregard their interests within the meaning of Section 241 *CBCA*, in that they:

- « (a) Fundamentally alters the investment characteristics of the securities held by the 1976 and 1996 Debentures;
 - (b) Results in a significant downgrade in the rating and value of the Bell Canada Debentures Bonds;
 - (c) Materially increases the risk that Bell Canada (and BCE as guarantor) will default on the payment obligations under the 1976 and 1996 Trust Indentures;
 - (d) Defeats their reasonable expectations at the time of purchase of the debentures and subsequently thereto;
 - (e) Sacrifices their interests solely to further the interests of the shareholders;
- and

²⁰³ Pour la requête en jugement déclaratoire, le raisonnement du juge Silcoff de la Cour supérieure se retrouve dans les décisions *CIBC Mellon Trust Company c. Bell Canada*, préc., note 160 et *Computershare Trust Company of Canada c. Bell Canada*, préc., note 160. Pour les motifs de la Cour d'appel, voir *BCE inc. (Arrangement relatif à)*, préc., note 160, par. 62 (C.A.).

Pour une critique de l'interprétation faite par la Cour supérieure du Québec et la Cour d'appel du Québec des actes de fiducie en question, voir : Mohammed FADEL, « BCE and the Long Shadow of American Corporate Law », (2009) 48 Can. Bus. L.J. 190, 192-199.

²⁰⁴ L'interprétation des actes de fiducie ne fut pas discutée devant la Cour suprême du Canada. [2008] R.J.Q. 1119 (C.S.). Requête visant à faire déclarer que la conduite de l'une des intimées ainsi que l'arrangement proposé sont oppressifs et préjudiciables aux intérêts de détenteurs d'obligations.

Les ouvrages David S. MORRITT, Sonia L. BJORKQUIST et Allan D. COLEMAN, *The Oppression Remedy*, Aurora, Canada Law Book (mise à jour en juillet 2009) et M. KOEHNEN, préc., note 196 traitent précisément de ce recours.

(f) Brings no benefit to Bell Canada and is not carried out in the interests of Bell Canada and its stakeholders. »²⁰⁵

Les détenteurs de débentures de 1976 et 1996 ont également adopté la position exprimée par les détenteurs de débentures de 1997 dans leur requête.

Les détenteurs de débentures de 1997, dans leur demande de redressement pour abus, ont invoqué :

« (a) the guarantee associated with the Plan of Arrangement and the Definitive Agreement serves no valid business purpose for Bell Canada ;

(b) the Plan of Arrangement and Definitive Agreement breach the reasonable expectations that Bell Canada created in the market place;

(c) the Plan of Arrangement and Definitive Agreement expose debentureholders to a degree of vulnerability which other courts have found to be oppressive; and

(d) BCE's conduct unfairly disregards the interests of the 1997 Debentureholders because its directors failed to take into account the interests of Bell Canada or its debentureholders when agreeing to cause Bell Canada to grant the guarantee contemplated by the Plan of Arrangement and the Definitive Agreement.

They add, under reserve, that :

(...) even if the unfairness of which the Bondholders complain in this (...) factum do not rise to the level of oppression, those very same fairness complaints may still be sufficient to render the plan unfair. »²⁰⁶

²⁰⁵ *Aegon Capital Management Inc. c. BCE inc.*, préc., note 160, par. 93.

²⁰⁶ *Addenda Capital inc. c. Bell Canada*, préc., note 160, par. 80 et 81.

2. LES DÉCISIONS RELATIVES AU PLAN D'ARRANGEMENT

2.1 LES DÉCISIONS RENDUES PAR LA COUR SUPÉRIEURE DU QUÉBEC

« *Contrary to the views expressed by the Contesting Debentureholders, the Court finds that the ruling in Peoples is not necessarily incompatible with the application of the Revlon Duty by the BCE Board in accepting Purchaser's offer.* »²⁰⁷

Les procédures judiciaires relatives à l'approbation du plan d'arrangement proposé par BCE résultèrent en un total de six requêtes déposées à la Cour supérieure du Québec et autant de décisions rendues par l'Honorable Joël A. Silcoff. Cette saga judiciaire a débuté le 10 août 2007, lorsque le tribunal a rendu une première décision, soit l'ordonnance provisoire favorable à l'arrangement discutée précédemment²⁰⁸. Par la suite, le 7 mars 2008, le juge Silcoff a rendu cinq décisions, soit une décision pour chacune des quatre requêtes déposées par les détenteurs de débentures et/ou les fiduciaires désignés aux actes de fiducie des débentures à l'encontre de l'ordonnance finale relative au plan d'arrangement et une décision relative à la demande d'approbation finale du plan d'arrangement. Au final, le tribunal de première instance a donné son assentiment à la mise en œuvre du plan d'arrangement proposé²⁰⁹, concluant notamment au caractère équitable et raisonnable de celui-ci, et a rejeté les demandes de redressements pour abus et les requêtes en jugement déclaratoire soulevées par les opposants à cette opération²¹⁰.

²⁰⁷ *BCE inc. (Arrangement relatif à)*, préc., note 160, par. 203.

²⁰⁸ À la suite d'une audience *ex parte*, la Cour supérieure a rendu une ordonnance provisoire favorable à BCE relativement à l'approbation du plan d'arrangement et après avoir conclu que l'opération proposée répondait aux critères de l'arrangement assorti cette ordonnance provisoire de directives qui devaient être accomplies en vue de la demande d'ordonnance finale. Ces directives portaient notamment sur les modalités de l'assemblée d'actionnaires, les droits des actionnaires dissidents et les exigences relatives à l'audience sur l'ordonnance finale. *BCE inc. (Arrangement relatif à)*, préc., note 189, par. 30-68 (C.S.).

²⁰⁹ Pour ce qui est de l'opposition des détenteurs de débentures au plan d'arrangement, le juge Silcoff a conclu que le plan d'arrangement proposé par BCE était équitable et raisonnable à l'égard des actionnaires et à l'égard des détenteurs de débentures. À ce sujet, voir : *BCE inc. (Arrangement relatif à)*, préc., note 160, par. 121-166 (C.S.).

²¹⁰ Dans deux décisions distinctes, le juge Silcoff a rejeté les deux requêtes en jugement déclaratoire déposées respectivement par CIBC Mellon et par Computershare, tous deux à titre de fiduciaire. Dans ces requêtes, les fiduciaires prétendaient que le paragraphe 8.01 de leurs actes de fiducie leur conférait un droit de regard sur les opérations, notamment de « reorganization » ou « reconstruction » de Bell Canada. En l'espèce, ils considéraient que l'opération était une « reorganization » ou « reconstruction » de Bell Canada au sens de l'acte de fiducie et, par conséquent, les fiduciaires devaient être consultés et donner leur

2.1.1 Les décisions sur les demandes de redressement pour abus

Faisant l'objet de décisions distinctes, mais avec des motifs semblables, la Cour supérieure a rejeté les deux demandes de redressement pour abus déposées, d'une part, par les détenteurs de débentures de l'Acte de fiducie de 1976 et de l'Acte de fiducie de 1996 et Computershare²¹¹, et d'autre part, par les détenteurs de débentures de l'Acte de fiducie de 1997²¹². Pour arriver à de telles conclusions, la Cour a analysé la délicate question de savoir si, en approuvant le plan d'arrangement et l'entente définitive, BCE et Bell Canada avaient agi d'une manière qui était oppressive et injustement préjudiciable envers les intérêts des détenteurs de débentures²¹³.

Dans son analyse relative au devoir de loyauté des administrateurs prévu au paragraphe 122 (1) a) de la L.C.S.A., le juge Silcoff a affirmé qu'il est établi en droit canadien, s'appuyant notamment sur l'arrêt *Peoples*²¹⁴, que dans des circonstances normales, les administrateurs ont un devoir de loyauté envers la société et que les intérêts de la société ne doivent pas être confondus avec ceux des actionnaires ou des autres parties prenantes²¹⁵. Cependant, dans des circonstances spéciales, par exemple lorsqu'une société est l'objet d'une offre publique d'achat hostile ou comme dans le cas en l'espèce, lorsque la société a été mise en jeu par des acquéreurs potentiels, l'obligation des administrateurs d'agir dans le meilleur intérêt de la société pourrait les obliger à approuver des opérations qui, tout en étant dans l'intérêt de la société, pourraient avantager une partie ou tous les actionnaires, et ce, au détriment des autres parties prenantes²¹⁶. Le juge Silcoff ajoute que, dans la situation où une société est mise en jeu, les administrateurs ont, en plus de leurs obligations usuelles, le fardeau

assentiment à cette opération proposée. À ce sujet, voir les décisions *CIBC Mellon Trust Company c. Bell Canada*, préc., note 160 et *Computershare Trust Company of Canada c. Bell Canada*, préc., note 160.

²¹¹ *Aegon Capital Management Inc. c. BCE inc.*, préc., note 160.

²¹² *Addenda Capital inc. c. Bell Canada*, préc., note 160.

²¹³ *Id.*, par. 117. Voir aussi : *Addenda Capital inc. c. Bell Canada*, préc., note 160, par. 99, où la Cour réfère aux motifs qu'elle a exprimés dans la décision *Aegon* pour ce qui est de déterminer si BCE et Bell Canada avaient agi d'une manière oppressive et injustement préjudiciable à l'égard des intérêts des détenteurs de débentures.

²¹⁴ *Magasins à rayons Peoples inc. (Syndic de) c. Wise*, préc., note 9.

²¹⁵ *Aegon Capital Management Inc. c. BCE inc.*, préc., note 160, par. 130.

²¹⁶ *Id.*

supplémentaire de maximiser la valeur des actions de la société au bénéfice de leurs actionnaires²¹⁷. Ainsi, le juge de première instance conclut que le principe énoncé par la Cour suprême du Delaware dans *Revlon* s'applique en droit des sociétés au Canada²¹⁸. La Cour supérieure a également réitéré l'application en droit canadien de la règle de l'appréciation commerciale afin de fonder sa décision :

« The rule requires that, provided the directors have acted in good faith, with adequate skill and diligence, in conformity with the statutory, regulatory and contractual obligations of the corporation and in the honest belief, after due enquiry, that their decision is in the best interests of the corporation, the Courts should resist intervening in order to substitute their decision for that of the Board. »²¹⁹

Après une analyse de l'état du droit, le juge Silcoff s'est penché sur les motifs allégués par les détenteurs de débentures, à l'effet qu'en approuvant le plan d'arrangement et l'entente définitive, les administrateurs ont violé leur devoir de loyauté et de diligence et, par conséquent, la déférence des tribunaux provenant de la règle de l'appréciation commerciale ne pouvait s'appliquer en l'espèce.

En support à cet argument, les détenteurs de débentures ont appuyé leur raisonnement sur la décision *Palmer v. Carling O'Keefe Breweries of Canada Ltd.*²²⁰, où la Cour avait conclu que l'imposition d'une dette sur une société résultante d'une acquisition par emprunt ne servait aucun objectif commercial valable pour la société et donc qu'une telle opération était oppressive pour les porteurs d'actions privilégiées. Le juge Silcoff, dans le présent litige, n'a pas partagé cette opinion. Le juge Silcoff a cependant été plutôt avare de commentaires pour justifier la distinction qu'il a faite avec les motifs rendus par une Cour de l'Ontario de la décision *Palmer*. Il s'est contenté d'écrire :

« For the reasons expressed above regarding the important distinctions between the rights and obligations of shareholders and those of debentureholders, the Court does not believe that, the

²¹⁷ *Id.*, par. 131.

²¹⁸ *Id.*, par. 138.

²¹⁹ *Aegon Capital Management Inc. c. BCE inc.*, préc., note 160, par. 141.

²²⁰ (1989) 67 O.R. (2d) 161 (Ont. Div. Ct.). Une décision semblable avait été rendue en vertu de la législation de la Nouvelle-Écosse où des détenteurs de débentures avaient eu gain de cause dans une demande de redressement pour abus : *Harbert v. Calpine Canada Energy Finance II ULC*, (2005), 7 B.L.R. (4th) 276 (N.S.S.C), par. 95 et suiv.

findings in Palmer are relevant or of assistance in the present circumstances. »²²¹

Ainsi, la Cour supérieure a conclu que les détenteurs de débetures ont échoué à démontrer de façon satisfaisante que la garantie assumée par Bell Canada était dépourvue d'objectif commercial valide et qu'au contraire, cette garantie pouvait avoir un tel objectif²²².

Au surplus, les détenteurs de débetures ont soulevé que le plan d'arrangement et l'entente définitive violait leurs attentes raisonnables à deux niveaux. Ainsi, ils s'attendaient, d'une part, à ce que Bell Canada respecte ses représentations à l'effet que la société avait l'intention de maintenir la cote de leurs débetures comme admissible pour des placements et, d'autre part, que Bell Canada protégerait leurs intérêts financiers. De manière générale, leurs attentes raisonnables étaient que Bell Canada n'allait pas engager une dette de 30 milliards de dollars sans que la société n'en reçoive un bénéfice correspondant.

À l'égard de ces prétendues attentes raisonnables, la Cour a répondu que les détenteurs de débetures ont omis de mentionner que les déclarations desquelles auraient découlé leurs attentes raisonnables étaient accompagnées de mises en garde et d'avertissements explicites et rédigés de manière à ce que les investisseurs n'en tirent pas de telle conclusion. De plus, la Cour mentionne que les prospectus par lesquels furent émises les débetures 1976, 1996 et 1997 incluaient également de tels avertissements. La Cour ajoute qu'il n'y avait pas de preuve qu'un représentant de BCE ou de Bell Canada ait affirmé que BCE ne serait jamais la cible d'une prise de contrôle ou que la cote de crédit des débetures 1976, 1996 et 1997 resterait inchangée²²³. Les détenteurs de débetures savaient ou auraient dû savoir qu'il n'y avait pas de telles protections dans leurs actes de fiducie respectifs et que la valeur de leurs débetures sur le marché pourrait être affectée si BCE était impliquée dans une acquisition par emprunt. Ainsi, selon la Cour supérieure du Québec, en acquérant les débetures 1976, 1996 et 1997, les détenteurs de débetures ont soit décidé d'assumer le risque d'une prise de contrôle ou ils ont à tort supposé qu'une telle opération ne pouvait arriver

²²¹ *Aegon Capital Management Inc. c. BCE inc.*, préc., note 160, par. 151.

²²² *Id.*, par. 146-154.

²²³ *Id.*, par. 163.

ou ne se concrétiserait pas. Par conséquent, ni BCE ni Bell Canada ne peuvent être tenues responsables, puisque les attentes raisonnables des détenteurs de débentures se limitaient au contenu de leur acte de fiducie²²⁴.

Le juge Silcoff a rappelé que certains détenteurs de débentures qui sont parties à ces demandes de redressement pour abus sont des participants directs du marché des capitaux et étaient sans aucun doute conscients des risques associés à une acquisition par emprunt, particulièrement les détenteurs de débentures 1996 et 1997²²⁵. Les détenteurs de débentures auraient dû prévoir le risque lié à l'acquisition de ces débentures pour lesquelles l'acte de fiducie ne prévoyait aucune protection en cas de changement de contrôle de BCE. Conséquemment, ils doivent maintenant accepter le risque qu'ils ont pris²²⁶.

Les détenteurs de débentures ont également invoqué que leurs intérêts et ceux de Bell Canada ont été « entièrement et injustement » ignorés par le conseil d'administration de BCE. La Cour supérieure du Québec rejette aussi cet argument en s'appuyant notamment sur le fait que BCE a mis sur pied un processus d'enchères lorsqu'elle s'est trouvée en jeu et que les trois offres déposées prévoyaient toutes un plan de financement par emprunt avec un important effet de levier ayant comme conséquence d'augmenter considérablement l'endettement de Bell Canada. La Cour précise que, dans les faits, le conseil d'administration de BCE a considéré les droits des détenteurs de débentures.

Finalement, la Cour est d'avis que les motifs de l'arrêt *Peoples* de la Cour suprême du Canada ne sont pas incompatibles avec le principe énoncé par l'arrêt *Revlon* de la Cour suprême du Delaware. En l'espèce, les administrateurs de BCE ont cherché à maximiser la valeur pour les actionnaires tout en respectant leurs obligations contractuelles vis-à-vis les détenteurs de débentures prévues aux actes de fiducie. La Cour est d'avis que le meilleur intérêt de BCE, Bell Canada et des actionnaires est et sera rencontré par la mise en œuvre du plan d'arrangement proposé en l'espèce. La

²²⁴ *Id.*, par. 155-178.

²²⁵ La Cour mentionne dans sa décision que dès les années 1980, il y a eu une apparition des acquisitions par voie d'emprunt. Ainsi, les détenteurs de 1996 et 1997 étaient certainement informés de ce risque lorsqu'ils ont négocié leur acte de fiducie respectif.

²²⁶ À cet effet, voir : *Aegon Capital Management Inc. c. BCE inc.*, préc., note 160, par. 179-188.

Cour mentionne également que l'argument, à lui seul, suivant lequel les actionnaires tireraient profit de l'arrangement proposé en recevant une importante prime, tandis que les détenteurs de débentures subiraient un préjudice puisque la valeur des débentures baisserait considérablement, ne mène pas à la conclusion suivant laquelle les administrateurs n'ont pas respecté leur devoir de loyauté vis-à-vis la société²²⁷.

La Cour supérieure du Québec mentionne qu'en évaluant le bien-fondé des demandes qui lui sont présentées, elle ne doit pas seulement considérer l'équité des conclusions recherchées, mais également les conséquences envers toutes les parties prenantes, incluant les actionnaires. Ainsi, relativement aux faits en l'espèce, deux experts cités par le juge Silcoff²²⁸ sont d'avis qu'un gain des détenteurs de débentures, en l'espèce, mènerait à des conséquences extrêmement sérieuses et que des milliards de dollars en valeur pour les actionnaires disparaîtraient ou seraient détruits²²⁹.

Pour ces différentes raisons, la Cour supérieure du Québec a rejeté les demandes de redressement pour abus présentées devant elle. Ainsi, à la lumière des conclusions de ce tribunal relatives aux demandes de redressement pour abus et aux requêtes en jugement déclaratoire, également rejetées, la mise en œuvre du plan d'arrangement proposée par BCE a été approuvée par le juge Silcoff de la Cour supérieure.

²²⁷ *Id.*, par. 189-213.

²²⁸ Il s'agit du docteur James Jordan et du docteur Andrew Carron, tous deux de la firme NERA Economic Consulting.

²²⁹ *Aegon Capital Management Inc. c. BCE inc.*, préc., note 160, par. 211.

2.1.2 Quelques commentaires sur ces décisions

Il ressort de ces décisions que le tribunal a accepté le fait que BCE ait privilégié une approche maximisant la valeur de la société au bénéfice des actionnaires de la société, adoptant ainsi la théorie de la primauté des actionnaires. Afin d'appuyer son raisonnement, la Cour a notamment souligné la mise en place par BCE d'un processus d'enchères qui tirait son origine du droit du Delaware, tel que discuté précédemment. Plus encore, le juge Silcoff a affirmé que les devoirs Revlon avaient une place appropriée dans le droit des sociétés au Canada. Rappelons que selon cette décision américaine, les administrateurs, dans une situation de changement de contrôle, ont l'obligation de maximiser la valeur de la société pour l'unique bénéfice des actionnaires.

La conclusion du juge Silcoff selon laquelle il est possible de concilier les principes énoncés dans les arrêts *Revlon*, de la Cour suprême de Delaware et *Peoples*, de la Cour suprême du Canada nous laisse songeurs. Il nous semble peu probable que le résultat d'un processus décisionnel des administrateurs puisse garantir à la fois la meilleure valeur disponible pour les actionnaires tout en tenant compte des intérêts, souvent divergents, des autres parties prenantes de la société. Bien entendu, tout dépend de quels actionnaires il est question. Revlon traite des actionnaires actuels et non futurs de la société. Le droit canadien n'est cependant pas aussi limpide dans le cadre d'un changement de contrôle. La Cour suprême du Canada, dans l'arrêt *BCE*, nous enseigne que le devoir de loyauté des administrateurs inclut le devoir de considérer les intérêts à long terme de la société dans un objectif de pérennité de la société. Cependant, en l'espèce, nous ne sommes pas convaincus que le plan d'arrangement de BCE avec un si important effet de levier allait dans ce sens.

De plus, pour ce qui est des attentes raisonnables soulevées par les détenteurs de débentures et rejetées par la Cour supérieure du Québec, certaines questions peuvent se poser quant à l'intérêt même des deux sociétés concernées par cet arrangement, à savoir BCE et Bell Canada. Les détenteurs de débentures alléguaient qu'ils avaient une attente raisonnable suivant laquelle Bell Canada n'allait pas engager une dette si importante sans qu'ils en reçoivent un bénéfice correspondant. Force est de constater que ces détenteurs de débentures ne tiraient aucun avantage du fait qu'ils cautionnaient la dette de sa société mère, BCE, à une hauteur de 30 milliards de

dollars. Plus encore, nous pouvons nous questionner sur l'avantage même de cette acquisition par voie d'emprunt pour BCE. Les actionnaires actuels de BCE tiraient certes un avantage de l'opération proposée, puisque l'argent emprunté par le nouvel acquéreur leur était entièrement versé et comprenait une prime importante par rapport au cours de leurs actions. Le nouvel acquéreur acquiert alors la société BCE, non pas avec son argent, mais avec l'argent de la société même qu'il acquiert. BCE se serait alors retrouvée avec une lourde créance, dans une situation économique qui s'est avérée très précaire. L'avantage pour les actionnaires actuels semble assez clair : une prime importante par rapport au cours de leurs actions. Mais, quel est alors l'avantage pour BCE qui se retrouve lourdement endettée et Bell Canada qui cautionne une dette si importante? Est-ce que cette décision prise par le conseil d'administration est dans le meilleur intérêt de ces sociétés? Cela soulève certes des questions importantes au niveau des devoirs des administrateurs.

2.2 LA DÉCISION RENDUE PAR LA COUR D'APPEL DU QUÉBEC

« [...] *the Court will deal only with the plan of arrangement proceedings because if the plan is fair and reasonable, it cannot be said to be oppressive to securityholders, or unfairly prejudicial to, or unfairly disregard their interests. Therefore, the Motions for Oppression Remedy become moot and the appeals from the judgment of the Superior Court will accordingly be dismissed, but without costs, given the circumstances.* »²³⁰

À la suite de l'approbation du plan d'arrangement proposé et du rejet des contestations des détenteurs de débentures devant la Cour supérieure, six requêtes d'appel furent déposées devant la Cour d'appel du Québec. Le 21 mai 2008, un banc de cinq juges rendait une décision unanime²³¹ dans laquelle ce même tribunal a tout d'abord conclu que les actes de fiducie ne conféraient pas de droit de regard sur l'opération envisagée, rejetant ainsi les requêtes en jugement déclaratoire²³². La Cour d'appel a néanmoins infirmé la décision de la Cour supérieure d'approuver le plan d'arrangement²³³, en statuant que le caractère équitable et raisonnable du plan d'arrangement n'avait pas été démontré par BCE. Concluant ainsi quant à l'approbation du plan d'arrangement proposé, la Cour d'appel du Québec n'a pas cru utile d'examiner les demandes de redressement pour abus qui lui furent également présentées par les détenteurs de débentures²³⁴.

2.2.1 Les demandes de redressement pour abus

Relativement à ce type recours, la Cour d'appel du Québec a affirmé que la frustration d'une attente raisonnable était un élément important pour établir le droit à un redressement pour abus. Elle a ajouté que les attentes raisonnables des détenteurs de débentures ne se limitaient pas au contenu de l'acte de fiducie, mais ne pouvaient être contraires au libellé de l'acte pour être raisonnables. Les attentes raisonnables des détenteurs de débentures, dans le présent litige, provenaient ainsi du contenu de l'acte de fiducie et des débentures détenues, des prospectus, des déclarations publiques et

²³⁰ *BCE inc. (Arrangement relatif à)*, préc., note 160 (C.A.).

²³¹ *Id.*

²³² Confirmant ainsi les décisions *CIBC Mellon Trust Company c. Bell Canada*, préc., note 160 et *Computershare Trust Company of Canada c. Bell Canada*, préc., note 160.

²³³ Infirmant ainsi la décision *BCE inc. (Arrangement relatif à)*, préc., note 160 (C.S.).

²³⁴ *Aegon Capital Management Inc. c. BCE inc.*, préc., note 160; *Addenda Capital inc. c. Bell Canada*, préc., note 160.

autres représentations²³⁵.

La Cour a également énoncé que le concept de l'équité s'avère être l'un des éléments centraux d'une requête en vertu de l'article 241 de la L.C.S.A. et d'une demande d'approbation d'un plan d'arrangement en vertu de l'article 192 de la L.C.S.A., et ce, afin d'assurer l'équité dans la conduite des affaires d'une société. Ainsi, relativement à l'interrelation entre ces deux dispositions, la Cour nous énonce trois enseignements, à savoir que :

- « If a plan of arrangement is found to be fair and reasonable, it could generally not be argued that the implementation of the plan as approved is oppressive to a complainant. »²³⁶
- « However, the rejection of a motion alleging oppression is not conclusive on the fairness of a plan of arrangement. »²³⁷
- « Finally, if an arrangement has an oppressive result, it cannot be approved as fair. »²³⁸

En l'espèce, la Cour d'appel a conclu qu'elle limiterait son analyse à déterminer si le plan d'arrangement était équitable et raisonnable, puisque selon son raisonnement, si le plan est équitable et raisonnable, il ne peut être oppressif, injustement préjudiciable ou omettre injustement de tenir compte de leurs intérêts. Dans un tel cas, elle juge qu'il serait superflu d'examiner les demandes de redressement pour abus présentés par les détenteurs de débentures²³⁹.

2.2.2 L'approbation du plan d'arrangement

Dans cette analyse de la décision de la Cour d'appel du Québec, nous discuterons de l'approbation du plan d'arrangement en soi, puisque ce tribunal a amalgamé l'approbation du plan d'arrangement prévu à l'article 192 de la L.C.S.A. et la demande de redressement pour abus de l'article 241 de la L.C.S.A. faisant intervenir le devoir de loyauté des administrateurs au centre de ces « recours ».

Dans son analyse, bien que la Cour d'appel du Québec ait appliqué les mêmes critères

²³⁵ *BCE inc. (Arrangement relatif à)*, préc., note 160 (C.A.), par. 69-71.

²³⁶ *Id.*, par. 79.

²³⁷ *Id.*, par. 81.

²³⁸ *Id.*, par. 83.

²³⁹ *Id.*, par. 87.

d'approbation d'un plan d'arrangement qu'en première instance, à savoir que (1) les exigences législatives ont été respectées, (2) le plan est mis de l'avant de bonne foi, (3) le plan est conforme avec l'ordonnance provisoire et (4) le plan est équitable et raisonnable compte tenu des circonstances, le résultat de son analyse diffère. Ainsi, le juge Silcoff avait donné son aval à la mise en œuvre du plan d'arrangement proposé considérant que ces quatre critères avaient été respectés, ce qui ne fut pas le cas de la Cour d'appel. Notons que les critères un et trois ne faisaient pas l'objet d'un appel devant la Cour d'appel²⁴⁰.

Relativement à la contestation du plan d'arrangement proposé, la Cour a précisé que le processus mis en place par le CSS était fondé sur la prémisse que, puisque BCE était en jeu, le conseil d'administration se devait de maximiser la valeur pour les actionnaires, et ce, conformément au principe énoncé par la Cour suprême du Delaware dans *Revlon*. À cet effet, le CSS a été avisé qu'aucun autre intérêt des détenteurs de débentures que ceux prévus contractuellement ne devait être considéré. Par conséquent, le CSS n'a pas pris en considération l'incidence financière défavorable de l'arrangement sur les détenteurs de débentures et aucune analyse détaillée, en ce sens, n'a été faite²⁴¹.

Relativement à ces faits, la Cour d'appel du Québec est d'avis qu'il est clair, selon les principes énoncés par la Cour suprême du Canada dans l'arrêt *Peoples*, qu'en aucun moment, les administrateurs n'ont le devoir absolu d'agir dans les meilleurs intérêts des actionnaires et d'ignorer les effets négatifs sur les intérêts des détenteurs de débentures. La Cour rappelle que l'arrêt *Peoples* nous enseigne que le meilleur intérêt de la société ne doit pas être simplement compris comme étant le meilleur intérêt des actionnaires. À ce sujet, la Cour nous réfère à ce passage de l'arrêt *Peoples* :

« The various shifts in interests that naturally occur as a corporation's fortunes rise and fall do not, however, affect the content of the fiduciary duty under s. 122 (1) (a) of the CBCA. At all times, directors and officers owe their fiduciary obligation to the corporation. The interests of the corporation are not to be confused with the interests of the creditors or those of any other stakeholders. »²⁴²

²⁴⁰ *BCE inc. (Arrangement relatif à)*, préc., note 160, par. 95 (C.A.).

²⁴¹ *Id.*, par. 98.

²⁴² *Id.*, 99 et 100. Voir aussi : *Magasins à rayons Peoples inc. (Syndic de) c. Wise*, préc., note 9, par. 43.

Ainsi, suivant les enseignements de la Cour suprême du Canada dans l'arrêt *Peoples* la Cour d'appel du Québec a conclu que la prémisse avancée par BCE à l'effet que lorsqu'une société est en jeu, les administrateurs peuvent seulement considérer des avenues afin de maximiser la valeur pour les actionnaires, est erronée²⁴³.

Dans son analyse, la Cour a reconnu deux attentes raisonnables pour les détenteurs de débentures de Bell Canada. D'une part, ils s'attendaient à ce que le conseil d'administration mette en place un processus indépendant afin d'examiner toute transaction potentielle²⁴⁴. D'autre part, les détenteurs de débentures s'attendaient à ce que Bell Canada et BCE agissent, conformément aux nombreuses représentations faites par ces dernières, et maintiennent le statut de placement de qualité supérieure de leurs titres et protègent la qualité du crédit de Bell Canada, et ce, malgré le fait que ces déclarations étaient accompagnées de mises en garde²⁴⁵. La Cour a statué que, puisque le plan d'arrangement portait atteinte aux intérêts des détenteurs de débentures, il incombait au conseil d'administration d'examiner s'il était possible d'atténuer les effets négatifs sur ces derniers. Quant à savoir si un tel scénario était envisageable, la Cour précise que la réponse demeure inconnue, puisque la question n'a pas été examinée par les administrateurs, s'appuyant erronément sur le principe énoncé par la Cour suprême du Delaware dans l'arrêt *Revlon*²⁴⁶.

Ainsi, en ce qui concerne le deuxième critère d'approbation du plan d'arrangement, à savoir que le plan doit être mis de l'avant de bonne foi, la Cour d'appel a conclu que même si le conseil d'administration et le CSS ont agi de bonne foi, le processus avait été vicié. En conséquence, les décisions du conseil d'administration prises en ce sens ne pouvaient bénéficier de la déférence des tribunaux provenant de la règle de l'appréciation commerciale²⁴⁷.

Sous le quatrième critère d'approbation du plan d'arrangement, à savoir que le plan doit être équitable et raisonnable compte tenu des circonstances, la Cour d'appel est d'avis

²⁴³ *BCE inc. (Arrangement relatif à)*, préc., note 160, par. 101 et 102 (C.A.).

²⁴⁴ *Id.*, par. 113.

²⁴⁵ *Id.*, par. 12, 13 et 113.

²⁴⁶ *Id.*, par. 103-107.

²⁴⁷ *Id.*, par. 108.

que BCE n'a jamais justifié le caractère équitable et raisonnable de l'arrangement, bien qu'il en avait le fardeau²⁴⁸. La Cour mentionne qu'il est possible qu'il n'y ait eu aucune autre avenue pour que l'arrangement soit structuré de manière à offrir un prix satisfaisant pour les actionnaires de BCE tout en évitant des effets négatifs sur les détenteurs de débentures. Cependant, le fardeau d'en faire la preuve reposait sur les épaules de BCE, ce qui n'a pas été démontré en l'espèce. La Cour d'appel du Québec termine ainsi son analyse relativement aux intérêts divergents des parties prenantes et à la valeur qui doit leur être donnée en écrivant :

« The interests of the various securityholders are not necessarily of the same weight. It is likely that the weight of the interests of the shareholders, in the event of an LBO, is appreciably higher than the weight of the interests of the debentureholders. In other words, if there are benefits flowing from the contemplated arrangement, the Court does not state that all the securityholders are *a priori* on an equal footing, and that the advantages have to be equally distributed. It is up to the Board to consider the relative weight and importance of the various interests and in its best business judgment to structure an arrangement that takes into account, and to the extent reasonably possible, satisfies the interests of the various securityholders. »²⁴⁹

À la suite de cette analyse, la Cour d'appel du Québec a refusé la mise en œuvre du plan d'arrangement proposé qui, selon elle, portait atteinte aux attentes raisonnables des détenteurs de débentures.

2.2.3 Quelques commentaires sur cette décision

Tout d'abord, il s'avère surprenant que la Cour d'appel du Québec ait réuni le recours en redressement pour abus et l'autorisation d'un plan d'arrangement en concluant que si le plan d'arrangement était équitable et raisonnable, les demandes de redressement pour abus déposés par les détenteurs de débentures devenaient inutiles, puisque ce plan ne pouvait constituer un abus à l'endroit des détenteurs de débentures. La Cour a ainsi décidé, en l'espèce, de ne pas s'attarder sur les demandes de redressement pour abus présentés par les détenteurs de débentures et a simplement rejeté leurs appels en ce sens. Ce raisonnement crée une certaine amalgamation de ces recours avec le concept d'équité comme élément central de ces deux concepts. Nous nous demandons

²⁴⁸ *Id.*, par. 111 et 112.

²⁴⁹ *Id.*, par. 123.

pourquoi la Cour a cherché à combiner ces différents recours alors qu'ils sont prévus par des dispositions distinctes de la L.C.S.A. et qu'ils visent certes des objectifs différents.

Un autre commentaire porte sur le fait que la Cour d'appel du Québec a infirmé la décision de première instance en rejetant la théorie de la primauté des actionnaires tirée du droit du Delaware et traditionnellement appliquée par les tribunaux canadiens. La Cour a ainsi précisé que le devoir de loyauté d'agir au mieux des intérêts de la société ne devait pas être compris comme étant au mieux des intérêts des actionnaires, réitérant la théorie des parties prenantes, tel qu'enseigné par le plus haut tribunal du Canada dans *Peoples*. Comme nous le verrons sous peu, il est donc étonnant que la Cour suprême du Canada ait à son tour infirmé le jugement de la Cour d'appel du Québec, puisque cette dernière a appliqué, dans *BCE*, la théorie des parties prenantes telle qu'enseignée par le plus haut tribunal du Canada dans *Peoples*.

Un autre élément de cette décision qui fut critiqué par certains a trait à l'opinion de la Cour d'appel du Québec à l'effet que BCE aurait dû étudier d'autres transactions possibles pour voir s'il était possible de diminuer l'impact néfaste pour les détenteurs de débetures. Ainsi, selon la Cour, cela ne fut pas envisagé par le conseil d'administration de BCE, car leur processus était basé sur la prémisse que, puisque la société était en jeu, le conseil d'administration se devait de maximiser la valeur pour ses actionnaires. La Cour d'appel du Québec a par conséquent rejeté le plan d'arrangement qui n'était pas équitable et raisonnable. Plusieurs ont attaqué ce raisonnement de la Cour d'appel du Québec étant d'avis que le conseil d'administration de BCE avait pris en considération les détenteurs de débetures lorsqu'il avait déterminé que les droits de ces derniers se limitaient aux droits contractuels prévus dans les actes de fiducie²⁵⁰.

²⁵⁰ Certains ont critiqué vivement cette décision. Voir notamment les articles suivants : TORYS' LLP, « Quebec Court of Appeal's BCE Decision May Affect Corporate Governance and Investor Communications », 23 mai 2008, en ligne : <<http://www.torys.com/Publications/Documents/Publication%20PDFs/MA%202008-7.pdf>>; Jeffrey MACINTOSH, « Engine of wealth: BCE and shareholder rights », Part 1 et Part 2, National Post, les 9 et 10 juin 2008, disponible en ligne : <<http://network.nationalpost.com/np/blogs/fpcomment/archive/2008/06/10/engine-of-wealth-bce-and-shareholder-rights-part-2.aspx>>; Terence CORCORAN, « Court should save BCE deal », Financial Post, 24 mai 2008, en ligne l'adresse : <<http://www.financialpost.com/scripts/story.html?id=af86485b-37d6-454d-a5fa->

Il convient également de souligner un fait primordial de ce litige et qui semble ne pas avoir été considéré par la Cour d'appel du Québec, soit que les détenteurs de débetures sont des investisseurs qualifiés. Nous concevons difficilement que la Cour n'ait pas pris en considération cet élément dans l'analyse de cette affaire. Ainsi, comme l'a si bien écrit le professeur MacIntosh :

« the shareholder primacy rule is sound not merely as a matter of law, but as a matter of policy. Fixed claimants like creditors are fully capable of protecting their interests via their contracts with the corporation. It is not “unfair”, nor a violation of “reasonable expectations”, to hold them to contractual bargain. If they fail to negotiate the appropriate protection, they have no one to blame but themselves. »²⁵¹

À notre avis, si cette décision avait fait jurisprudence, n'eut été d'un renversement subséquent de la Cour suprême du Canada, les sociétés auraient du faire face au risque que le contenu de leurs prospectus, déclarations publiques des dirigeants ou autres représentations donne naissance à des attentes raisonnables des parties prenantes, et ce, malgré la présence de mises en garde.

83cb763ab52d&k=23180>; Jacquie McNISH, « It all came down to the *Revlon* rule », *Globe and Mail*, 27 mai 2008.

²⁵¹ Jeffrey MACINTOSH, « The Peoples corporate law: unsafe at any speed », Part 1, *National Post*, 10 juin 2008; aussi publié sur le site de l'University of Toronto, en ligne : <http://www.law.utoronto.ca/visitors_content.asp?itemPath=5/5/0/0/0&contentId=1752>

2.3 LA DÉCISION RENDUE PAR LA COUR SUPRÊME DU CANADA

« [...] Il faut se demander chaque fois si, dans les circonstances, les administrateurs ont agi au mieux des intérêts de la société, en prenant en considération tous les facteurs pertinents, ce qui inclut, sans s'y limiter, la nécessité de traiter les parties intéressées qui sont touchées de façon équitable, conformément aux obligations de la société en tant qu'entreprise socialement responsable. »²⁵²

Le plus haut tribunal du Canada s'est très rapidement enquis de cette affaire, en rendant une décision dans un délai des plus extraordinaires, soit moins d'un mois après que la Cour d'appel du Québec ait rendu ses motifs. Ainsi, le 20 juin 2008, la Cour suprême du Canada, dans une décision unanime, a infirmé la décision de la Cour d'appel du Québec et a approuvé le plan d'arrangement proposé par BCE. Dans ce même arrêt, elle a rejeté toutes les requêtes des détenteurs de débentures. Les motifs de cette décision furent publiés le 19 décembre 2008²⁵³, quelques semaines après que le plan d'arrangement ait échoué pour des raisons indépendantes de ces recours, soit en raison du refus des experts comptables de fournir un avis positif relativement à la solvabilité de BCE²⁵⁴.

Les questions en litige sur lesquelles la Cour suprême du Canada devait se pencher consistaient à déterminer si la Cour d'appel du Québec avait commis une erreur, d'une part, en rejetant les demandes de redressement pour abus présentées en vertu de l'article 241 de la L.C.S.A. et, d'autre part, en infirmant l'ordonnance d'approbation du plan d'arrangement prononcée initialement par la Cour supérieure du Québec conformément à l'article 192 de la L.C.S.A. Parmi les enseignements du plus haut tribunal du pays relatifs aux demandes de redressement pour abus, l'analyse de l'obligation de « traitement équitable » des administrateurs qui découle de leur

²⁵² *BCE Inc. c. Détenteurs de débentures de 1976*, préc., note 160, par. 82.

²⁵³ Les juges McLachlin, Binnie, LeBel, Deschamps, Abella, Charron et Bastarache constituaient le banc lors de l'audition des requêtes, mais le juge Bastarache n'a pas pris part au motif du jugement.

²⁵⁴ Rappelons qu'en vertu d'une entente définitive intervenue entre l'Acquéreur et BCE inc., le 29 juin 2007, la transaction était assujettie à une condition suivant laquelle BCE devait, en vertu de la clause 8.1 (f), obtenir d'une firme d'évaluation reconnue au niveau national une opinion à l'effet que BCE serait solvable à la suite de la réalisation du plan d'arrangement. Voir aussi : Communiqué de presse, « La transaction de transformation de BCE en société fermée ne sera pas effectuée », émis par BCE le 11 décembre 2008, en ligne : <<http://www.bce.ca/fr/news/releases/corp/2008/12/11/75066.html>>.

obligation d'agir dans les meilleurs intérêts de la société s'avère un élément fort instructif de leur devoir de loyauté.

Dans ses motifs, la Cour suprême du Canada précise que la Cour d'appel du Québec a combiné à tort les critères relatifs à l'approbation du plan d'arrangement en vertu de l'article 192 de la L.C.S.A. et le fardeau applicable à une demande de redressement pour abus de droit déposée selon l'article 241 de la L.C.S.A. Dans son analyse, le plus haut tribunal du pays a différencié les éléments et le fardeau de la preuve applicables à ces deux « recours ».

2.3.1 L'analyse des demandes de redressement pour abus

La Cour suprême du Canada discute amplement des demandes de redressement pour abus, bien que les détenteurs de débentures n'aient pas explicitement déposé un appel en ce sens. À la suite d'un exposé de la jurisprudence et de la doctrine canadiennes relatives à ce type de demande, la Cour pose un examen à deux volets qu'un tribunal doit appliquer lorsqu'il est saisi d'une demande de redressement pour abus. Ainsi, le tribunal doit se positionner sur les questions suivantes :

« (1) La preuve étaye-t-elle l'attente raisonnable invoquée par le plaignant? (2) La preuve établit-elle que cette attente raisonnable a été frustrée par un comportement qui correspond à la définition d'un « abus », d'un « préjudice injuste » ou d'une « omission injuste de tenir compte » d'un intérêt pertinent? »²⁵⁵

Avant d'analyser l'étendue de cet examen en deux temps, le plus haut tribunal du pays, s'appuyant sur la jurisprudence canadienne et anglaise, nous rappelle que le redressement pour abus constitue un recours en *equity* et, face à une telle demande, le tribunal se doit de tenir compte de la réalité commerciale et ne peut se limiter aux considérations strictement juridiques. La Cour précise l'importance factuelle de l'analyse et explique qu'un comportement abusif dans une situation donnée ne sera pas nécessairement abusif dans d'autres circonstances²⁵⁶. L'analyse du devoir de loyauté des administrateurs entre en jeu dans la cadre de l'analyse d'une telle demande.

²⁵⁵ *BCE Inc. c. Détenteurs de débentures de 1976*, préc., note 160, par. 56 et 68.

²⁵⁶ *Id.*, par. 58-69.

i) Premier volet - La preuve de l'attente raisonnable

Le premier volet de l'analyse d'une demande de redressement pour abus consiste en l'examen des principes qui sous-tendent cette demande afin de déterminer si le plaignant a fait la preuve d'une attente raisonnable. Tout d'abord, il importe de préciser que le fardeau repose sur les épaules du demandeur de spécifier les attentes qui ont été frustrées et d'établir le caractère raisonnable de celles-ci²⁵⁷.

Les attentes raisonnables qui sont, pour reprendre l'expression utilisée par la Cour suprême du Canada, « la pierre angulaire de la demande de redressement pour abus », se doivent d'être analysées objectivement et en considérant les faits et le contexte de chaque affaire. Bien que cette liste ne se veule pas exhaustive, la Cour a indiqué certains facteurs tirés de la jurisprudence et qui peuvent amener une attente raisonnable pour une partie, à savoir les pratiques commerciales, la nature de la société, les rapports existants, les pratiques antérieures, les mesures préventives, les déclarations et conventions et la conciliation équitable d'intérêts opposés²⁵⁸. Ce dernier facteur est au centre du présent arrêt.

À ce sujet, la Cour reconnaît que les intérêts des différents groupes et individus liés à une société peuvent différer, mais que leurs intérêts ne peuvent être traités d'une manière inéquitable²⁵⁹. Ce faisant, la Cour suprême du Canada précise que de l'obligation de loyauté des administrateurs découle l'obligation de traiter de façon juste et équitable chaque partie touchée par une décision de la société. Le plus haut tribunal de notre pays écrit notamment quant à cette obligation de traitement équitable :

« La possibilité d'un conflit entre les intérêts et les attentes de différentes parties intéressées ajoute à la complexité de l'appréciation du caractère raisonnable d'une attente particulière. La demande de redressement pour abus reconnaît qu'une société est une entité qui comprend et touche différents groupes et individus dont les intérêts peuvent être opposés. Les administrateurs ou d'autres parties impliquées dans les affaires de la société peuvent, en prenant des décisions à son égard ou en tentant de résoudre des conflits, retenir des solutions qui maximisent abusivement ou injustement les intérêts d'un groupe en particulier au détriment d'autres parties intéressées.

²⁵⁷ *Id.*, par. 70.

²⁵⁸ *Id.*, par. 71-88.

²⁵⁹ *Id.*, par. 61-64.

Certes, la société et les actionnaires ont le droit de maximiser les bénéfices et la valeur des actions, mais ils ne peuvent le faire en traitant des parties intéressées inéquitablement. Un traitement équitable est, fondamentalement, ce à quoi les parties intéressées peuvent « raisonnablement s'attendre » - et le thème central récurrent de toute la jurisprudence en matière d'abus. »²⁶⁰

En l'espèce, le devoir de loyauté des administrateurs intervient dans le présent litige, plus particulièrement en ce qui concerne l'obligation de « traitement équitable » qui constitue un élément fondamental des attentes raisonnables des parties qui doivent être démontrées dans une demande de redressement pour abus²⁶¹. Cependant, la Cour rappelle que l'obligation de loyauté demeure envers la société et écrit :

« Le fait que le comportement des administrateurs soit souvent au centre des actions pour abus peut sembler indiquer que les administrateurs sont assujettis à une obligation directe envers les parties intéressées qui risquent d'être touchées par une décision de la société. En agissant au mieux des intérêts de la société, les administrateurs peuvent être obligés de considérer les effets de leurs décisions sur les parties intéressées, comme les détenteurs de débentures en l'espèce. C'est ce qu'on entend lorsqu'on affirme qu'un administrateur doit agir au mieux des intérêts de la société en tant qu'entreprise socialement responsable. Toutefois, les administrateurs ont une obligation fiduciaire envers la société, et uniquement envers la société. Certes, on parle parfois de l'obligation des administrateurs envers la société et envers les parties intéressées. Cela ne porte habituellement pas à conséquence, puisque les attentes raisonnables d'une partie intéressée quant à un résultat donné coïncident souvent avec les intérêts de la société. Il peut néanmoins arriver (comme en l'espèce) que ce ne soit pas le cas. Il importe de préciser que l'obligation des administrateurs est alors envers la société et non envers les parties intéressées, et que les parties intéressées ont pour seule attente raisonnable celle que les administrateurs agissent au mieux des intérêts de la société. »²⁶²

Bien que la Cour indique également qu'en cas de conflit des intérêts touchant la société, les administrateurs doivent le résoudre, conformément à leur devoir de loyauté, et ce, en tant qu'entreprise socialement responsable, la Cour affirme du même souffle qu'il n'y a pas de règle absolue quant à la façon dont les administrateurs doivent agir dans le respect de leur devoir de loyauté. Face à une situation où il est impossible pour les administrateurs de satisfaire toutes les parties intéressées, aucun principe n'édicte

²⁶⁰ *Id.*, par. 83 et 84.

²⁶¹ *Id.*, par. 36.

²⁶² *Id.*, par. 66.

que les intérêts d'une partie doivent prévaloir sur ceux d'une autre partie. En considérant les faits propres à une affaire, la question reste à savoir si les administrateurs ont agi de façon responsable dans leur appréciation commerciale²⁶³.

Les prétentions de BCE et de l'Acquéreur étaient à l'effet que, suivant le principe découlant de l'arrêt *Revlon* du Delaware²⁶⁴, lors d'un conflit entre les actionnaires et les créanciers d'une société dans le contexte d'une prise de contrôle, la solution choisie devait être en faveur des actionnaires. La Cour suprême du Canada, en réponse à cet argument, est d'avis que le courant *Revlon* n'a pas modifié la règle fondamentale suivant laquelle les administrateurs doivent servir au mieux les intérêts de la société et qu'ils ne peuvent appliquer de règles de priorité au bénéfice d'une partie. Ce principe avait d'ailleurs été appliqué par ce même tribunal, dans l'affaire *Peoples*, qui avait statué qu'il n'y a pas de règle qui privilégie les créanciers, même dans le contexte d'une faillite, et que le devoir de loyauté des administrateurs demeure envers la société²⁶⁵.

Par le fait même, la Cour réitère sa position énoncée dans l'arrêt *Peoples* à l'effet que les administrateurs, dans le respect de leur obligation d'agir au mieux des intérêts de la société, peuvent, mais n'en ont pas une obligation, tenir compte des intérêts des parties prenantes, tel qu'exprimé par les juges Major et Deschamps dans ce passage de l'arrêt *Peoples* maintes fois cité :

« Nous considérons qu'il est juste d'affirmer en droit que, pour déterminer s'il agit au mieux des intérêts de la société, il peut être légitime pour le conseil d'administration, vu l'ensemble des circonstances dans un cas donné, de tenir compte notamment des intérêts des actionnaires, des employés, des fournisseurs, des créanciers, des consommateurs, des gouvernements et de l'environnement. »²⁶⁶

Un autre élément abordé par la Cour, quoique son application en l'espèce puisse être discutable considérant qu'il s'agit d'une acquisition par voie d'emprunt, est à l'effet que

²⁶³ *Id.*, par. 66, 81 et 82.

²⁶⁴ L'arrêt *Revlon* stipulait, dans le contexte d'une offre publique d'achat, que les administrateurs se devaient de privilégier les intérêts des actionnaires, à savoir de maximiser la valeur de leurs actions.

²⁶⁵ *BCE Inc. c. Détenteurs de débentures de 1976*, préc., note 160, par. 85-88.

²⁶⁶ *Magasins à rayons Peoples inc. (Syndic de) c. Wise*, préc., note 9, par. 42. Voir aussi : *BCE Inc. c. Détenteurs de débentures de 1976*, préc., note 160, par. 39.

l'obligation de loyauté des administrateurs dans le contexte de la continuité de la société vise les intérêts à long terme de celle-ci²⁶⁷.

Pour ce qui est du standard de révision judiciaire, la Cour rappelle que les tribunaux se doivent de faire preuve de retenue, comme le dicte la règle de l'appréciation commerciale. Suivant cette règle, les tribunaux se doivent de respecter une décision commerciale qui « s'inscri[t] dans un éventail de solutions raisonnables possibles ». Cela s'explique notamment du fait que les administrateurs qui sont au centre de la gestion de la société²⁶⁸ sont souvent les mieux placés pour déterminer ce qui sert au mieux les intérêts de celle-ci²⁶⁹.

ii) Deuxième volet - La preuve d'un « abus », d'un « préjudice injuste » ou d'une « omission injuste de tenir compte » d'un intérêt pertinent

Le deuxième volet de l'analyse d'une demande en redressement pour abus vise à déterminer si l'attente raisonnable a été frustrée par un comportement qui correspond à la définition d'un « abus », d'un « préjudice injuste » ou d'une « omission injuste de tenir compte » d'un intérêt pertinent. La Cour précise que le seul fait qu'une attente soit déçue ne suffit pas en soi.

La Cour a décrit ainsi les termes « abus », « préjudice injuste » et « omission injuste de tenir compte » :

« Le terme « abus » désigne un comportement coercitif et excessif et évoque la mauvaise foi. Le « préjudice injuste » peut impliquer un état d'esprit moins coupable, mais dont les conséquences sont néanmoins injustes. Enfin, l'« omission injuste de tenir compte » d'intérêts donnés étend l'application de ce recours à une situation où un intérêt n'est pas pris en compte parce qu'il est perçu comme sans importance, contrairement aux attentes raisonnables des parties intéressées. »²⁷⁰

²⁶⁷ *Id.*, par. 38.

²⁶⁸ À ce sujet, la Cour réfère au par. 102 (1) L.C.S.A. qui stipule que : « 102. (1) Sous réserve de toute convention unanime des actionnaires, les administrateurs gèrent les activités commerciales et les affaires internes de la société ou en surveillent la gestion ».

²⁶⁹ *BCE Inc. c. Détenteurs de débentures de 1976*, préc., note 160, par. 40.

²⁷⁰ *Id.*, par. 67.

La Cour suprême du Canada indique que les deux volets de l'analyse de la demande de redressement pour abus, à savoir la preuve d'une attente raisonnable frustrée par un « abus », un « préjudice injuste » ou une « omission injuste de tenir compte » d'un intérêt pertinent, se trouveront généralement dans les faits réunis. La Cour mentionne également que ces trois notions se chevauchent et s'entremêlent souvent. Cependant, il importe, comme pour toute action en *equity*, que le demandeur prouve la conduite fautive, le lien de causalité et le préjudice indemnisable, dans sa demande en redressement pour abus²⁷¹.

Voyons maintenant comment la Cour suprême du Canada applique ses enseignements relatifs à une demande de redressement pour abus aux faits en l'espèce. Ainsi, pour ce qui est du premier volet de l'analyse, les détenteurs de débentures ont affirmé avoir deux attentes distinctes. Premièrement, ils ont fait valoir qu'ils s'attendaient à ce que les administrateurs de BCE maintiennent la cote de crédit de leurs débentures comme admissible pour des placements. Deuxièmement, et de façon subsidiaire, les détenteurs de débentures ont aussi fait valoir qu'ils avaient une attente raisonnable plus limitée qui consistait à ce que les administrateurs de BCE tiennent compte de leurs intérêts financiers en préservant la valeur marchande de leurs débentures²⁷².

Relativement à la première attente raisonnable alléguée, à savoir le maintien du statut de placement admissible des débentures de Bell Canada, la Cour suprême du Canada partage le raisonnement et la conclusion du juge de première instance selon lesquels cette attente raisonnable n'a pas été établie. La Cour appuie sa position sur le fait que les déclarations de Bell Canada relatives à la cote de placements admissibles de ces débentures et les prospectus de l'émission de ces débentures étaient accompagnées de mises en garde qui ne pouvaient créer de telles attentes raisonnables. La Cour mentionne que l'inexistence de cette attente raisonnable se manifestait :

« dans le contexte global de la relation entre la société et les détenteurs de débentures, la nature de la société, sa situation en tant que cible de plusieurs offres d'achat, de même que dans le fait que les plaignants auraient pu se protéger eux-mêmes contre le

²⁷¹ *Id.*, par. 90 et par. 92-94.

²⁷² *Id.*, par. 96.

fléchissement de la valeur marchande en négociant des clauses contractuelles appropriées. »²⁷³

La Cour suprême du Canada se référant toujours à la décision rendue par le juge Silcoff, en première instance, écrit :

« Le juge de première instance a procédé à l'examen des facteurs pertinents en utilisant le cadre juridique approprié. Il a reconnu que les administrateurs avaient l'obligation fiduciaire d'agir au mieux des intérêts de la société et que le contenu de cette obligation dépendait des divers intérêts en jeu dans le contexte du processus d'enchères dont BCE faisait l'objet. Il a souligné que, face à des intérêts opposés, les administrateurs pouvaient n'avoir d'autre choix que d'approuver des transactions qui, bien qu'elles servent au mieux les intérêts de la société, privilégieraient certains groupes au détriment d'autres groupes. Il a conclu que le fait que les actionnaires puissent réaliser un gain alors que les détenteurs de débentures subiraient un préjudice ne permettait pas en soi de conclure à un manquement à l'obligation fiduciaire des administrateurs envers la société. Les trois offres concurrentes comportaient toutes un endettement supplémentaire de Bell Canada, et rien dans la preuve n'indiquait que les soumissionnaires étaient disposés à accepter un endettement moindre. Selon la règle de l'appréciation commerciale, il faut faire preuve de retenue à l'égard des décisions commerciales que les administrateurs prennent de bonne foi dans l'exécution des fonctions pour lesquelles ils ont été élus par les actionnaires. »²⁷⁴

Pour ce qui est de la deuxième attente raisonnable avancée par les détenteurs de débentures, à savoir que les administrateurs prendraient en compte leurs intérêts en maintenant la valeur marchande de leurs débentures, la Cour suprême du Canada ne partage pas l'opinion de la Cour d'appel qui avait conclu qu'il s'agissait d'une attente raisonnable. Le plus haut tribunal du pays est d'avis qu'il est raisonnable pour les détenteurs de débentures de s'attendre à ce que les administrateurs tiennent compte de leurs intérêts lors de l'élaboration du plan d'arrangement, mais que les administrateurs ont répondu aux inquiétudes des détenteurs de débentures en respectant les dispositions contractuelles prévues à leurs actes de fiducie respectifs. Comme la Cour l'énonce, il peut parfois s'avérer impossible de satisfaire toutes les parties intéressées. En l'espèce, les administrateurs de BCE ont pris en considération les droits contractuels des détenteurs de débentures et après avoir examiné les

²⁷³ *Id.*, par. 98.

²⁷⁴ *Id.*, par. 99.

différentes options qui s'offraient à la société, ont pris la décision qui, selon eux, allait servir au mieux les intérêts de la société, soit la mise en œuvre du plan d'arrangement proposé²⁷⁵. De plus, selon la Cour, il appert que les détenteurs de débentures ne s'attendaient pas seulement à ce que leurs intérêts soient pris en compte dans ce processus, mais s'attendaient à ce que le conseil d'administration s'assure que l'opération envisagée offre un prix satisfaisant pour les actionnaires et préserve la valeur de leurs débentures, ce qui s'assimile, selon elle, à la première attente raisonnable alléguée. Ce à quoi la Cour répond néanmoins que BCE a agi raisonnablement en mettant sur pied un processus d'enchères, bien que les trois offres déposées prévoyaient toutes une hausse substantielle de l'endettement de Bell. Rien dans la preuve déposée devant elle ne démontrait que BCE aurait pu faire quelque chose pour éviter cet endettement²⁷⁶.

La Cour suprême du Canada analyse les prétentions des détenteurs de débentures à la lumière de certains des facteurs énumérés précédemment et pouvant servir de guide dans la détermination d'une attente raisonnable. Ainsi, en ce qui a trait au facteur des pratiques commerciales, la Cour est d'avis que deux considérations ébranlent les prétendues attentes raisonnables des détenteurs de débentures. D'une part, les acquisitions par emprunt de ce type n'ont rien d'inhabituel ou d'imprévisible. D'autre part, les détenteurs de débentures ont fait défaut de négocier des dispositions aux actes de fiducie concernant un changement de contrôle ou encore assurant le maintien de la cote de crédit de leurs débentures. Qui plus est, la nature, la taille de Bell Canada et l'historique des transactions qui ont touché cette société militent en faveur de la conclusion à l'effet que les détenteurs de débentures n'avaient pas de telles attentes raisonnables. L'argument des détenteurs de débentures relatif aux pratiques antérieures est également rejeté, puisque la Cour est d'avis que ces pratiques peuvent changer au gré des fluctuations de l'économie et des conditions du marché. Le dernier argument analysé par la Cour relève de l'obligation des administrateurs de résoudre les conflits entre les parties intéressées de façon équitable et au mieux des intérêts de la société. À ce propos, la Cour nous enseigne que :

« [d]ans la mesure où il conclut que la décision des administrateurs se situe dans l'éventail des solutions raisonnables qu'ils auraient pu

²⁷⁵ *Id.*, par. 101-104.

²⁷⁶ *Id.*, par. 105-106.

choisir en soupesant des intérêts opposés, le tribunal ne poursuivra pas son examen pour déterminer si cette décision est la solution parfaite »²⁷⁷.

Ainsi, la Cour suprême du Canada conclut que les attentes raisonnables des détenteurs de débentures se limitaient aux obligations contractuelles rattachées à leur acte de fiducie²⁷⁸. Par conséquent, puisque le premier volet de l'analyse d'une demande de redressement pour abus n'a pas été démontré, la Cour conclut qu'il n'est pas utile d'examiner le deuxième volet de ce test aux faits en l'espèce, mais fournit quand même certaines indications en mentionnant :

« Disons simplement que l'« abus », dans son sens où il implique la mauvaise foi, n'a pas été allégué et encore moins prouvé. Au mieux, on a plaidé l'« omission injuste de tenir compte » des intérêts des détenteurs de débentures. Comme cela a été dit plus tôt, cette prétention n'est pas étayée par la preuve. »²⁷⁹

Dans l'affaire *BCE*, le plus haut tribunal du pays a conclu que les détenteurs de débentures n'ont pas d'attentes raisonnables qui seraient frustrées par la mise en œuvre de plan d'arrangement proposé et autorise la mise en œuvre de ce dernier.

2.3.1.1 Différences de ce recours avec le processus d'approbation du plan d'arrangement

La Cour suprême du Canada a jugé pertinent de différencier la demande de redressement pour abus prévu à l'article 241 de la L.C.S.A. et la demande nécessaire à l'autorisation d'un plan d'arrangement prévu à l'article 192 de la L.C.S.A., qui sont deux « recours » différents exigeant une preuve différente. Ainsi, afin de lever l'ambiguïté possiblement créée par la décision de la Cour d'appel, le plus haut tribunal du Canada a tenu à rappeler que la demande de redressement pour abus est un recours en *equity* qui trouve ses accises dans les attentes raisonnables des parties intéressées, tandis que le processus d'approbation d'un arrangement vise à déterminer si l'arrangement est équitable et raisonnable, d'un point de vue objectif, et en prenant en compte les droits touchés par cet arrangement.

²⁷⁷ *Id.*, par. 108-112.

²⁷⁸ *Id.*, par. 107 et 113.

²⁷⁹ *Id.*, par. 114.

Le fardeau de preuve pour une demande de redressement pour abus repose sur les épaules du demandeur qui doit démontrer l'abus ou l'injustice, alors que dans le cadre d'une demande d'approbation d'un plan arrangement, la société doit démontrer le caractère équitable et raisonnable de celui-ci. À cet effet, la Cour écrit :

« Il ressort de ces différences qu'un plaignant pourrait ne pas réussir à prouver l'abus au sens de l'art. 241, mais néanmoins avoir gain de cause sous le régime de l'art. 192 en établissant que la société ne s'est pas acquittée du fardeau de prouver que l'arrangement est équitable et raisonnable. C'est pourquoi la Cour doit examiner les prétentions soumises par les détenteurs de débentures dans le cadre de l'art. 192, en dépit de sa conclusion antérieure selon laquelle ils n'ont pas établi l'abus.

La Cour n'a pas à se demander en l'espèce si l'inverse est vrai. Compte tenu des différences entre les deux recours en ce qui concerne le fardeau de la preuve et la perspective dans laquelle l'examen est effectué, on pourrait soutenir qu'il est possible, en théorie, de conclure à l'existence d'un abus au sens de l'art. 241 tout en approuvant l'arrangement en application de l'art. 192. Par contre, le bon sens donne à penser, comme l'a fait la Cour d'appel, qu'on peut difficilement conclure à la fois qu'il y a abus et que l'arrangement est équitable et raisonnable. Cette intéressante question devra toutefois être résolue dans le cadre d'une affaire où elle se posera. »²⁸⁰

Selon la philosophie sous-jacente à l'article 192 de la L.C.S.A., la Cour est d'avis que cette disposition permet d'effectuer des changements importants à la structure d'une société, même si cela peut avoir des effets préjudiciables sur certains groupes ou individus, pourvu que l'arrangement assure un traitement équitable aux parties touchées par cette opération²⁸¹. La procédure de l'arrangement vise à protéger les droits des détenteurs de valeurs mobilières qui sont touchés par l'opération proposée, sauf dans des circonstances dites particulières où le tribunal pourra considérer une partie dont les droits ne sont pas touchés par l'arrangement²⁸². La Cour précise qu'il n'est pas nécessaire de trancher ce qu'est une circonstance particulière, mais affirme qu'une diminution de la valeur marchande d'une valeur mobilière pour des détenteurs

²⁸⁰ *Id.*, par. 120 et 121.

²⁸¹ *Id.*, par. 128 et 129.

²⁸² *Id.*, par. 130 et 134. Relativement à la possibilité de considérer les intérêts de parties dont les droits ne sont pas touchés, la Cour nous réfère à un passage de la Politique du Directeur, à savoir : *Politique du Directeur*, préc., note 197, par. 3.08.

dont les droits contractuels ne sont pas touchés, comme en l'espèce, ne constitue pas une circonstance particulière qui aurait mené les administrateurs à considérer les intérêts de ces détenteurs de débentures²⁸³. Ainsi, la Cour suprême du Canada énonce que l'approbation du plan d'arrangement est fondée sur les droits des personnes visées par le plan, tandis que la demande de redressement pour abus réfère au traitement inéquitable des parties intéressées²⁸⁴.

Sans élaborer davantage sur les détails quant à la contestation du plan d'arrangement, la Cour suprême du Canada a affirmé que les administrateurs n'étaient pas tenus de prendre en considération les intérêts financiers des détenteurs de débentures, puisque l'article 192 de la L.C.S.A. se limite aux droits de parties qui, en l'espèce, ne sont pas affectés. Ainsi, la Cour suprême du Canada suit le même raisonnement que le juge de première instance de cette affaire.

Dans ces motifs, le plus haut tribunal du Canada a infirmé la décision de la Cour d'appel du Québec et a approuvé le plan d'arrangement proposé par BCE. Elle a également conclu que les détenteurs de débentures n'avaient pas fait la preuve d'une erreur dans la décision du juge de première instance relativement à l'approbation de ce plan. Par le fait même, elle a rejeté les demandes de redressement pour abus, concluant que les détenteurs de débentures n'avaient pu établir aucun abus au sens de l'article 241 de la L.C.S.A.

2.3.2 L'analyse de commentaires sur cette décision

Les opinions furent mitigées à la lecture des motifs déposés par le plus haut tribunal du Canada dans l'affaire *BCE*. Plusieurs ont reproché à la Cour suprême du Canada d'avoir rendu des motifs qui amènent une incertitude en droit sous plusieurs aspects. Cette décision aura probablement un impact important en droit des sociétés au Canada et plus particulièrement, dans le contexte des fusions et acquisitions de sociétés. Bien que le plus haut tribunal du Canada ait, à l'évidence, tenté de clarifier l'état du droit relativement aux devoirs des administrateurs dans le contexte d'une prise de contrôle

²⁸³ *BCE Inc. c. Détenteurs de débentures de 1976*, préc., note 160, par. 135.

²⁸⁴ *Id.*, par. 133.

et plus précisément, leur devoir de loyauté, plusieurs juristes sont restés perplexes quant à l'interprétation à faire de certains de ces enseignements.

La théorie des parties prenantes

À ce sujet, une première constatation réside dans le fait que la Cour suprême du Canada n'a pas voulu modifier l'interprétation qu'elle avait faite, dans l'arrêt *Peoples*, en réitérant que le devoir de loyauté des administrateurs est un devoir uniquement envers la société et que les administrateurs peuvent tenir compte des intérêts des parties prenantes dans leur prise de décision. Cependant, ce principe reste indéterminé même à la suite de l'arrêt *BCE*, puisque la Cour ne nous a pas fourni davantage d'indications sur ce devoir. À ce sujet, le professeur Iacobucci écrit :

« the approach that the court has adopted to the fiduciary duty is indeterminate: there are no “corporate best interests” to look out for, but rather a range of competing stakeholder interests. Without considering here the important follow-on question of how best specifically to interpret s. 122, whether it should be read as a duty to shareholders or something else, suffice it to say that the court’s interpretation is flawed in that it fails to offer meaningful guidance to market participants or adjudicators. »²⁸⁵

Ainsi, l'enseignement énoncé dans l'arrêt *Peoples* et réitéré dans l'arrêt *BCE* suivant lequel en remplissant leur devoir de loyauté, les administrateurs peuvent tenir compte notamment des intérêts de parties prenantes, à savoir les employés, les fournisseurs, les créanciers, les consommateurs, les gouvernements et l'environnement, amène davantage d'incertitude. Certes, le libellé des motifs de la Cour suprême du Canada dans *BCE* ne crée pas une obligation claire pour le conseil d'administration de considérer les intérêts de ces personnes, mais plusieurs juristes, par souci de prudence, pourront être enclins à conseiller à leurs clients de considérer ces intérêts afin d'éviter des demandes de redressement pour abus de droit fondées sur une violation des attentes raisonnables de ces parties prenantes. De plus, et cela est bien dommage, la Cour n'a fourni aucune indication quant à l'intensité à donner aux intérêts distincts et souvent opposés des différentes parties prenantes dans le cadre d'une prise de contrôle, ni ne nous a fourni d'explication quant à la latitude réelle du conseil d'administration d'approuver une transaction qui ne maximiserait pas la valeur pour les

²⁸⁵ E. IACOBUCCI, « Indeterminacy and the Canadian Supreme Court's Approach to Corporate Fiduciary Duties », (2009) 48 *Can. Bus. L.J.* 232, 241.

actionnaires²⁸⁶. Dans cette lignée, nous pouvons nous demander s'il serait possible pour des administrateurs de justifier qu'ils ont pris la meilleure décision dans le contexte d'une prise de contrôle en approuvant une opération qui aurait pour effet de privilégier les droits des employés, des fournisseurs, des créanciers, des consommateurs, des gouvernements ou de l'environnement²⁸⁷, et ce, au détriment de la meilleure valeur disponible pour les actionnaires de cette société. Face à une demande de redressement pour abus de la part des actionnaires dans une telle situation, nous croyons que le tribunal pourrait reconnaître à ces derniers une attente raisonnable que les administrateurs prennent les mesures raisonnables afin de choisir une opération qui leur offrira une bonne valeur pour leurs actions²⁸⁸.

Un autre commentaire soulève qu'il y a souvent plus d'une possibilité pour la plupart des parties prenantes de protéger leurs intérêts vis-à-vis la société²⁸⁹. Ainsi, les

²⁸⁶ Robert E. MILNES, « Acting in the Best Interests of the Corporation: To Whom Is This Duty Owed by Canadian Directors? The Supreme Court of Canada in the *BCE* Case Clarifies the Duty », (2009) 24 *B.F.L.R.* 601.

²⁸⁷ *Magasins à rayons Peoples inc. (Syndic de) c. Wise*, préc., note 9, par. 42 cité au paragraphe 39 de la décision *BCE Inc. c. Détenteurs de débentures de 1976*, préc., note 160.

²⁸⁸ À ce sujet, le juriste Jeremy D. Fraiberg a écrit, dans J. D. FRAIBERG, « Fiduciary Outs and Maximizing Shareholder Value Following *BCE* », préc., note 310, 227-228:

« in my view, it would be overstating the case to say that shareholders have a reasonable expectation that directors must always maximize shareholder value in a change of control transaction, subject to not acting oppressively. A more appropriate formulation would be that shareholders reasonably expect that maximizing value should be an important (but not exclusive) consideration in directors' deliberations, and that directors must not preclude shareholders from considering higher offers or coerce them into accepting a specific deal. This understanding of shareholders' reasonable expectations, when coupled with the Supreme Court's holding that directors can balance competing interests, leaves some scope for directors to favour other stakeholders' interests over those of shareholders without acting oppressively. »

²⁸⁹ Voir G. DUFOUR, préc., note 100, p. 291-294 dans lequel la professeure Geneviève Dufour exprime être d'avis que la théorie de la primauté des actionnaires ne peut se limiter à la vision suivant laquelle « les autres parties prenantes n'ont en effet intérêt qu'à ce que la compagnie fasse suffisamment d'argent pour payer ce qu'elle leur doit, alors que les actionnaires [...] ont intérêt à ce que la compagnie soit dans la meilleure position financière possible. » Ainsi, la professeure Dufour donne certaines indications suivant lesquelles les autres parties prenantes ont également des intérêts élargis : les fournisseurs qui espèrent que la société payera ses commandes et que ses commandes iront en augmentant, l'employé qui a intérêt à ce que l'entreprise, outre de lui verser son salaire, puisse lui offrir de bonnes conditions de travail et des opportunités de carrières et le client qui en plus de recevoir le bien acheté, a tout avantage à ce que la société perdure notamment pour honorer la garantie.

créanciers peuvent se prémunir contractuellement, tandis que les employés jouissent de la protection de lois relatives au travail et bénéficient de l'assurance-emploi face aux aléas du monde du travail. De plus, il existe également d'autres mécanismes de protection, notamment les lois sur l'environnement, la protection du consommateur et la faillite et l'insolvabilité²⁹⁰. Cependant, ce qui était en cause en l'espèce, ce n'était pas la manière dont les détenteurs de débentures avaient négocié les actes de fiducie, mais l'attente qu'ils avaient que les administrateurs prennent leurs décisions conformément à la L.C.S.A. et donc dans le meilleur intérêt de BCE, conformément au paragraphe 122 (1) a) de cette même loi. Certes, après ces motifs rendus par la Cour suprême du Canada, il y a fort à parier que les créanciers voudront maintenant négocier des clauses beaucoup plus contraignantes pour la société émettrice afin d'éviter que ne se reproduise cette situation, et ce, au détriment des sociétés qui chercheront un financement sans vouloir s'engager outre mesure envers leurs créanciers.

Au surplus, la tâche devient à l'évidence ardue pour le conseil d'administration d'une société visée par un changement de contrôle de circonscrire avec l'amplitude de son devoir de loyauté. Ainsi, pour ce qui est de l'obligation des administrateurs d'agir au mieux des intérêts de la société en tant « qu'entreprise socialement responsable », dans le contexte de conflit des intérêts touchant la société, la Cour suprême du Canada ne nous a malheureusement pas donné davantage d'indications sur l'étendue de cette obligation, ni sur la façon dont les administrateurs doivent agir afin de se conformer à cette notion d'« entreprise socialement responsable ». Nous pouvons nous demander s'il s'agit d'un nouveau critère pour les administrateurs afin de se conformer à leur devoir de loyauté²⁹¹.

Les enseignements de la Cour suprême du Canada, dans *BCE*, nous amènent également à considérer un aspect relatif à la pérennité de la société en ce qui a trait à

De plus, la professeure Dufour ajoute « [p]ar ailleurs [...] compte tenu du fait que les actionnaires jouissent de la responsabilité limitée, les autres parties supportent, comme les actionnaires, un risque quand les choses se mettent à aller mal dans la compagnie [...] ». Elle souligne finalement que : « [l]es actionnaires courent un risque qui est limité, ils peuvent se protéger par la diversification et ils peuvent généralement sortir de la compagnie en vendant leurs actions sur le marché public ».

²⁹⁰ S. ROUSSEAU et P. DESALLIERS, *Les devoirs des administrateurs lors d'une prise de contrôle. Étude comparative du droit du Delaware et du droit canadien*, préc., note 4, p. 73 et 74.

²⁹¹ R. E. MILNES, préc., note 286.

l'obligation des administrateurs d'agir au mieux des intérêts de la société. À cet effet, elle écrit :

« L'obligation fiduciaire des administrateurs est un concept large et contextuel. Elle ne se limite pas à la valeur des actions ou au profit à court terme. Dans le contexte de la continuité de l'entreprise, cette obligation vise les intérêts à long terme de la société. [...] »²⁹²

Le professeur Macintosh est réticent quant à cette modulation du devoir de loyauté et y voit une façon pour les administrateurs d'échapper au respect de ce devoir. Référant à cette citation, il écrit :

« There are a number of difficulties with this statement. It is not based on any citation of authority, and is in fact *per incuriam*. [...] Allowing directors to resist a takeover bid on the basis that it is not in the corporation's long-term interest merely provides dishonest or ineffective directors with a serendipitous tool for evading their fiduciary responsibilities. It is all too easy for directors to concoct a superficially plausible story stuffed full of claims about long-term interest, such that they may, if minded to do so, "just say no" to a takeover bid. This is a result that is contrary to sound public policy, existing jurisprudence, and the considered position of securities regulators across the country. »²⁹³

Une autre critique, des plus importantes à notre avis, réside dans le commentaire de la Cour suprême du Canada à l'effet qu'il n'y a pas lieu de faire une distinction entre le comportement des administrateurs de BCE et de Bell Canada²⁹⁴. Pourtant, la jurisprudence reconnaît un risque de conflit d'intérêts dans l'exercice du devoir de loyauté pour un administrateur qui siège sur deux conseils d'administration de sociétés qui ont des intérêts divergents, dans une situation donnée²⁹⁵. En l'espèce, comme nous l'avons mentionné précédemment, le conseil d'administration de BCE et le conseil d'administration de Bell Canada sont constitués des mêmes membres. Cependant, ces deux entités sont des personnes morales distinctes et, à ce titre, les administrateurs ont un devoir de loyauté d'agir dans le meilleur intérêt de chacune de ces sociétés. En l'espèce, il est difficile de concevoir que l'arrangement proposé avec un si important

²⁹² *BCE Inc. c. Détenteurs de débetures de 1976*, préc., note 160, par. 38.

²⁹³ J. MACINTOSH, « *BCE and the People's Corporate Law: Learning to Live on Quicksand* », (2009) 48 *Can. Bus. L.J.* 255, 271.

²⁹⁴ *Id.*, par. 33.

²⁹⁵ À ce sujet, voir notamment les décisions : *Peoples Department Stores Inc./Magasin à rayons Peoples inc. (Syndic de)*, préc., note 88; *3396541 Canada inc. c. Placements Mirok inc.*, REJB 2000-17313 (C.S.).

effet de levier soit dans le meilleur intérêt de Bell Canada, dont les détenteurs de débentures verraient la cote de crédit de leurs titres d'emprunt s'effriter d'une manière considérable. Le professeur Fadel écrit à ce propos :

« [...] each set of directors, in order to discharge its respective duties, would have had to consider different factors in determining whether the proposed plan of arrangement was consistent with the best interests of their respective corporations. Assuming then that the Bell Canada directors were acting consistently with their statutory duty of loyalty as formulated by the Supreme Court, they could not have agreed to guarantee BCE's post-arrangement debt unless they had some grounds to believe that the proposed guarantee was consistent with the best interests of Bell Canada, independent of the plan of arrangement's desirability for BCE or for BCE's shareholders. In this case, the record in support of why it was in the best interests of Bell Canada to pledge its credit in support of BCE's debt obligations was, at the best, thin. »²⁹⁶

À ce sujet, la Cour suprême du Canada, s'appuyant sur les motifs du juge Silcoff en première instance, affirme :

« [L]a preuve [...] indiquait que Bell Canada devait procéder à des changements substantiels pour continuer à prospérer, et que la fermeture de la société élargirait la marge de manœuvre nécessaire à l'atteinte de ses objectifs à long terme en supprimant la pression à court terme créée par les obligations de communication de l'information financière au public et en permettant l'injection de capitaux propres par des investisseurs avisés soucieux d'améliorer le rendement de la société. »²⁹⁷

Cependant, aucun élément de cette affaire ne nous permet de conclure que la décision des administrateurs de Bell Canada d'approuver que celle-ci garantisse une dette si importante reposait sur un tel raisonnement de leur part²⁹⁸. De plus, il nous est difficile de concevoir comment cette opération par voie d'emprunt pouvait être dans le meilleur intérêt de BCE en soit, alors que cette société se serait retrouvée avec une dette si considérable.

²⁹⁶ M. FADEL, préc., note 203, 204-205.

²⁹⁷ *BCE Inc. c. Détenteurs de débentures de 1976*, préc., note 160, par. 112.

²⁹⁸ M. FADEL, préc., note 203, 205-206.

La théorie de la primauté des actionnaires

Le rejet par la Cour suprême du Canada du principe traditionnellement reconnu de la primauté des actionnaires, dans le contexte d'une prise de contrôle, a également fait couler beaucoup d'encre. Comme nous en avons discuté au premier chapitre du présent travail, ce principe de droit, tirant sa source de la jurisprudence du Delaware et, plus précisément du courant *Revlon*, était pourtant reconnu en droit canadien²⁹⁹. Toutefois, dans l'arrêt *BCE*, la Cour a affirmé que cette théorie ne s'appliquait pas en droit canadien et a plutôt réitéré la théorie des parties prenantes introduite d'abord dans l'arrêt *Peoples*.

Un élément surprenant de cette décision de la Cour suprême du Canada a trait à la référence faite par ce tribunal du passage d'un article rédigé par E. Norman Veasey, ancien juge en chef de la Cour suprême du Delaware, pour appuyer son raisonnement :

« Ce qui est clair, c'est que le courant jurisprudentiel dit *Revlon* n'a pas remplacé la règle fondamentale selon laquelle l'obligation des administrateurs ne peut se réduire à l'application de règles de priorité particulières, mais relève plutôt de l'appréciation commerciale de ce qui sert le mieux les intérêts de la société, dans la situation où elle se trouve. L'ancien juge en chef de la Cour suprême du Delaware, E. Norman Veasey, s'est exprimé ainsi dans une analyse des tendances jurisprudentielles en droit des sociétés au Delaware :

[TRADUCTION] [I]l faut garder à l'esprit le contenu précis du concept « d'obligation d'agir au mieux des intérêts » - c'est-à-dire envers qui et quand s'applique cette obligation. Naturellement, on pense souvent que les administrateurs sont ainsi obligés tant envers la société qu'envers les actionnaires. Cette façon de voir est le plus souvent inoffensive parce qu'il y a concordance des intérêts, puisque ce qui est bon pour la société est habituellement bon pour les actionnaires. Il arrive bien sûr que l'accent soit mis directement sur les intérêts des actionnaires [comme dans *Revlon*]. En général, cependant, les administrateurs sont obligés envers la société, et non envers les actionnaires. [En italique dans l'original.]

(E. Norman Veasey, assisté de Christine T. Di Guglielmo, « What Happened in Delaware Corporate Law and

²⁹⁹ Récemment, les tribunaux avaient réitéré ce principe de maximisation de la valeur pour les actionnaires, dans les décisions de l'Ontario *Ventas, Inc. v. Sunrise Senior Living Real Estate Investment Trust*, préc., note 63 et *Sterling Centrecorp Inc. (Re)*, préc., note 82, ces décisions n'ont toutefois pas été rendues dans un contexte de prise de contrôle.

Governance from 1992-2004? A Retrospective on Some Key Developments » (2005), 153 U. Pa. L. Rev. 1399, p. 1431) »³⁰⁰

À première vue, le contenu de cet extrait choisi par la Cour suprême du Canada supporte la position de ce tribunal et la théorie des parties prenantes. Malheureusement, cette section de l'analyse de l'Honorable E. Norman Veasey porte sur la question de savoir si les administrateurs d'une société au bord de la faillite se doivent de considérer les intérêts des créanciers dans leur prise de décision³⁰¹, tandis que le présent litige porte sur le changement de contrôle d'une société en bonne santé financière. La Cour suprême du Canada poursuit son argumentation en discutant de l'arrêt *Peoples*³⁰² qui, comme nous en avons discuté précédemment, est également une décision rendue dans le contexte d'une faillite. Est-il nécessaire d'insister sur le fait que les enjeux peuvent être forts différents d'une situation où la société est au bord de la faillite à celle où une prise de contrôle est imminente?

Au surplus, ce qui est étonne de cette décision, c'est que le plus haut tribunal du Canada ait passé sous silence le fait que le conseil d'administration de BCE avait appliqué un standard erroné pour s'acquitter de son devoir de loyauté en appuyant ses décisions sur la croyance inexacte, selon ce même tribunal, qu'il devait maximiser la valeur de BCE au bénéfice de ses actionnaires. Pour reprendre les termes du juge Silcoff, de la Cour supérieure du Québec :

« BCE, having been put "in play", the Board was required to address its revised fiduciary obligations and the appropriate role to follow in the circumstances. To this end, extensive consultations ensued with its various legal and financial advisors.

³⁰⁰ *BCE Inc. c. Détenteurs de débetures de 1976*, préc., note 160, par. 87. À ce sujet, voir : J. A. MOORE, « *BCE Inc. (Re)* : An Unexamined Question Considered », (2009) 48 *Can. Bus. L.J.* 273, 278 :

« The Supreme Court mysteriously ends its discussion of *Revlon* here. The court does not answer obvious question: whether in the context of change of control the "focus" of directors in determining the best interests of the corporation is narrowed to the interests of shareholders, which seems to be the gist of the passage quoted above. »

³⁰¹ À ce sujet, voir : E. Norman VEASEY et Christine T. Di GUGLIELMO, « What Happened in Delaware Corporate Law and Governance from 1992-2004? A Retrospective on Some Key Developments », (2005) 153 *U. Pa. L. Rev.* 1399, dont la citation de la Cour suprême du Canada est tirée de la section sur la gouvernance corporative et plus précisément « Other Standard of Review Issues – Vicinity of insolvency », aux pages 1429 à 1432.

³⁰² *BCE Inc. c. Détenteurs de débetures de 1976*, préc., note 160, par. 88.

Relying on the principles described by the Supreme Court of Delaware in, what has often been referred to as the “seminal” case of *Revlon, Inc. v. Mac Andrew & Forbes Holdings, Inc.*, the Board determined they had an overriding duty to maximize shareholder value and obtain the highest value for its shareholders while respecting the contractual obligations of the corporation and its subsidiaries. The Contesting Debentureholders dispute the interpretation and application by BCE of the “*Revlon Duty*” in the circumstances described in these proceedings. »³⁰³

À ce sujet, le professeur Fadel écrit :

« The point should be clear: but for the misapprehension of the relevant legal rule, the BCE board could have pursued numerous options in the spring of 2007 that it erroneously believed the law of fiduciary obligations had foreclosed. In such circumstances, it can hardly be relevant to determining whether a board of directors discharged its fiduciary obligations to point to commercial norms and the expectations of market participants that are conditioned by a different set of legal rules, specifically *Revlon*, as is the case for corporations domiciled in Delaware. Nor is it relevant to look to the results of an auction structured under a misapprehension of the rules applicable to a corporation incorporated under the CBCA. »³⁰⁴

Bien que la Cour suprême du Canada ait statué que l'état du droit au Canada, dans le contexte d'une prise de contrôle, n'amenait pas la primauté des intérêts des actionnaires, il faut garder à l'esprit que le conseil d'administration doit obtenir l'approbation des actionnaires de la société pour la majorité des opérations touchant une société³⁰⁵. De plus, la réalité demeure que les administrateurs sont élus par les actionnaires et sont souvent eux-mêmes des actionnaires ou porteurs d'option d'achat. Il y a fort à parier que ces administrateurs continueront, malgré la décision dans l'affaire *BCE*, à agir de manière à maximiser la valeur pour les actionnaires³⁰⁶.

³⁰³ [2008] R.J.Q. 1097 (C. S.), par. 59 et 60.

³⁰⁴ M. FADEL, préc., note 203, 204. Le professeur Fadel fait une analyse de l'interprétation faite par la Cour suprême du Canada du devoir de loyauté aux pages 201 à 204 de ce texte.

³⁰⁵ J. D. FRAIBERG, « Fiduciary Outs and Maximizing Shareholder Value Following *BCE* », préc., note 310, 228. Le vote des actionnaires est souvent exigé par le tribunal dans le cadre d'un plan d'arrangement. De plus, il est requis pour sept opérations pouvant toucher la société à savoir, « la fusion de la compagnie, sa liquidation volontaire, la distribution de ses biens, la vente de ses biens, sa continuation ou prorogation et les opérations de fermeture ou d'éviction ». À cet effet, voir : M. MARTEL et P. MARTEL, *La compagnie au Québec. Les aspects juridiques*, préc., note 24, par. 19-280.

³⁰⁶ J. MACINTOSH, « *BCE and the People's Corporate Law: Learning to Live on Quicksand* », préc., note 293, 256.

Les attentes raisonnables au sein de la demande de redressement pour abus

D'autres critiques ont trait aux enseignements de la Cour suprême du Canada relatifs au concept des attentes raisonnables. Il importe de rappeler que les détenteurs de débentures n'ont pas déposé d'appel relativement à leurs demandes de redressement devant la plus haute instance au pays. Ainsi, les commentaires sur ce point de droit pourraient être qualifiés d'*obiter*. Cependant, il ne serait pas surprenant, à notre avis, qu'un tel *obiter* de la Cour suprême du Canada ait certainement des échos, voire être suivis à la lettre par les autres tribunaux canadiens³⁰⁷.

Comme nous en avons déjà discuté amplement, l'obligation de traitement équitable qui découle du devoir de loyauté des administrateurs est un élément fondamental des attentes raisonnables qui est au coeur de la demande de redressement pour abus. Ainsi, la Cour suprême du Canada a statué que le conseil d'administration doit considérer les attentes raisonnables des parties intéressées dans un contexte de changement de contrôle. Mais, quelle est l'étendue de cette obligation? Est-ce que les attentes raisonnables mènent à une conception strictement procédurale, pour lequel il est suffisant pour les administrateurs de considérer les attentes des parties intéressées ou le conseil d'administration a-t-il une obligation plus contraignante de tenter de concilier des attentes raisonnables opposées, considérant que cette deuxième option ne semble pas avoir été examiné, en l'espèce? Pour le moment, ces interrogations restent sans réponse à la lecture de la décision *BCE*. Cependant, le plus haut tribunal semble avancer que relativement à un changement important, le conseil d'administration doit considérer les attentes raisonnables de toutes les parties

³⁰⁷ *Id.*, où le professeur Macintosh soulève :

« What, then, of *BCE*? It would be disingenuous to argue that the Supreme Court's discussion of the oppression remedy was not « obviously intended for guidance ». In addition, submissions were made by all litigants in *BCE* on whether the debentureholders' reasonable expectations were violated. Thus, the Supreme Court's discussion of reasonable expectations appears to fall within the class of *obiter dicta* that lower courts should follow. None of the parties to the appeal, however, made submissions relating to any other aspect of the oppression remedy. Thus, the balance of the discussion appears to consist of *obiter dicta* of the variety that lower courts should not feel bound to follow. »

intéressées, et ce, afin d'éviter les demandes de redressement pour abus en ce sens³⁰⁸.

Le professeur Jeffrey G. Machintosh critique les motifs de la Cour suprême du Canada qui donnent à entendre que les attentes raisonnables sont maintenant une partie du devoir de loyauté : « [I]n like fashion, the concept of acting « in the best interests of the corporation » is imported from s. 122(1) (a) into the oppression remedy. In net, two independent liabilities are surgically merged into Siamese twins of apparently identical mien. »³⁰⁹

À son tour, le juriste J. Alex Moore déplore que la Cour suprême du Canada dans son analyse des demandes de redressement pour abus se soit uniquement penchée sur les attentes raisonnables des détenteurs de débentures, contrairement au juge Silcoff qui avait également examiné celles des actionnaires. Ainsi, il écrit :

« However, the court's reasons do contain numerous indications that the reasonable expectations of shareholders included an expectation that the directors would have taken steps to maximize shareholder value in the circumstances. These indications include (i) the recognition by the court that BCE faced an inevitable buyout ; (ii) the factors for determining reasonable expectations enumerated by the court such as general commercial practice which would support a reasonable expectation that directors will maximise shareholder value in a change of control ; (iii) the court's citation as an example of oppressive conduct the adoption of a poison pill to prevent a takeover bid ; (iv) the court's acknowledgement that "[u]nder the business judgement rule, deference should be accorded to business decisions of directors taken in good faith and in performance of the function they were elected to perform by shareholders". »³¹⁰

³⁰⁸ Jeff GALWAY et Michael GANS, « La Cour suprême du Canada publie les motifs de sa décision dans *BCE* », 23 décembre 2008, en ligne l'adresse : <<http://www.blakes.com/french/view.asp?ID=2840>>. À ce sujet, voir aussi: J. A. MOORE, préc., note 300, 278.

³⁰⁹ Il indique que le devoir de loyauté et la demande de redressement pour abus sont deux dispositions distinctes qui ont des fins différentes. Voir son analyse sur ce point : Jeffrey MACINTOSH, « *BCE* and the People's Corporate Law: Learning to Live on Quicksand », préc., note 293, 261-263.

³¹⁰ À ce sujet, voir : J. A. MOORE, préc., note 300, 279-280. Voir également : Jeremy D. FRAIBERG, « Fiduciary Outs and Maximizing Shareholder Value Following *BCE* », (2009) 48 *Can. Bus. L.J.* 213, 227 qui propose cette formulation des attentes raisonnables des actionnaires :

« shareholders reasonably expect that maximizing value should be an important (but not exclusive) consideration in directors' deliberations, and

La règle de l'appréciation commerciale

Relativement au principe de déférence des tribunaux, la Cour suprême du Canada a réitéré que la règle de l'appréciation commerciale s'applique dans le contexte d'un changement de contrôle. Rappelons que la jurisprudence du Delaware a élaboré le standard de révision judiciaire de l'« enhanced judicial scrutiny », dans l'arrêt *Unocal*³¹¹, à une situation de changement de contrôle, considérant le risque que les administrateurs aient un certain degré d'intérêts personnels en jeu. Dressant un parallèle avec le standard de révision judiciaire de l'« enhanced judicial scrutiny », le professeur Iacobucci critique la décision du plus haut tribunal du pays de maintenir la règle de l'appréciation aux faits en l'espèce :

« what is truly exceptional about *Revlon/Unocal*, the intermediate scrutiny standard, could conceivably apply no matter what objective directors must pursue under their fiduciary duty. Thus, in principle, the “omnipresent spectre of self-interest” could motivate stricter scrutiny of a board’s decision-making in the face of a hostile takeover bid, for example. Consideration of this possibility raises an important sense in which the indeterminacy of the court’s fiduciary duty has practical implications: under *Peoples* and *BCE* courts would be unable to scrutinize carefully directorial conduct in a takeover (or any other) setting. This is because close scrutiny cannot reveal violations of an indeterminate duty. »³¹²

that the directors must not preclude shareholders from considering higher offers or coerce them into accepting a specific deal. »

³¹¹ *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, préc., note 29, 954 et 955.

³¹² E. IACOBUCCI, « Indeterminacy and the Canadian Supreme Court’s Approach to Corporate Fiduciary Duties », préc., note 285, 253.

Dans la même veine, le professeur Macintosh écrit :

« The court does not tell us whether the business judgement rule (BJR) covers the decision of who to consider, the nature of the consideration given, or both. While the answer is probably the latter, this extension (and indeed, metamorphosis) of the BJR to either of both constituency decisions creates considerable uncertainty for boards of directors and their legal advisors. The key elements of the Canadian BJR are avoidance of a conflict of interest, good faith, reliance upon the advice of an independent committee of directors, and the directors being reasonably informed. But when directors are called upon either to select constituencies for consideration, or to pick winners and losers, they cannot possibly avoid a conflict of interest. Nor is it possible to convene an independent committee. Directors—both inside and outside— are elected by shareholders. Many directors will own shares themselves. The inside directors will often receive a large proportion, or even the bulk of their remuneration in one form of equity-based compensation or other— and outside director compensation may also be linked to share price. Given these inevitable structural conflicts of interest, the BJR as currently crafted simply cannot be applied. »³¹³ (Nous soulignons.)

La synthèse des commentaires

Ainsi, bien que la Cour suprême du Canada ait rendu une décision dans la lignée de *Peoples*, réitérant certains principes de cet arrêt, dont la théorie des parties prenantes, le résultat de l'opération du plan d'arrangement s'aligne avec le courant jurisprudentiel découlant de l'arrêt *Revlon*. Ainsi, cette Cour a donné une prédominance aux intérêts des actionnaires sur ceux des détenteurs de débetures, en approuvant un plan qui maximisait la valeur pour les actionnaires et qui refusait notamment de reconnaître aux détenteurs de débetures des attentes raisonnables à l'extérieur du libellé de leur acte de fiducie respectif.

Dans cette décision, la Cour suprême du Canada a manqué une opportunité de clarifier certaines questions de droit qui demeurent en suspens. Ainsi, la Cour a notamment omis de se positionner quant à savoir si le conseil d'administration de BCE avait une certaine obligation en vertu du droit canadien de prendre les mesures afin qu'une enchère ait lieu pour maximiser la valeur pour les actionnaires, tel qu'inspiré du droit du

³¹³ J. MACINTOSH, « *BCE and the People's Corporate Law: Learning to Live on Quicksand* », préc., note 293, 265-266.

Delaware et de l'arrêt *Revlon*, si cette maximisation était dans l'intérêt de la société³¹⁴. Cette question est d'autant plus pertinente que le conseil d'administration de BCE a agi ainsi en ayant la conviction que telle était son obligation afin de remplir son devoir de loyauté et d'agir au mieux des intérêts de la société. La Cour suprême n'a toutefois pas discuté de ce fait dans les motifs qu'elle a rendus bien que la Cour d'appel du Québec ait conclu que cette prémisse était erronée en droit canadien.

Le monde juridique canadien attendait avec impatience les motifs de cette décision en espérant que le plus haut tribunal du Canada nous fournisse des lignes directrices afin que les administrateurs puissent circonscrire avec précision l'étendue de leur devoir de loyauté dans le contexte d'une prise de contrôle et les gestes concrets à poser pour le satisfaire³¹⁵. Malheureusement, comme nous avons pu le constater, ce sera pour une autre occasion à certains égards.

Quoi qu'il en soit, reste à savoir quel sera l'impact réel de cette décision de la Cour suprême sur les décisions prises par les conseils d'administration. À ce sujet, le juriste Robert Yalden est d'avis que cet arrêt du plus haut tribunal du Canada aura peu d'impact dans la pratique³¹⁶. M. Yalden explique cela du fait que les conseils d'administration prennent déjà en considération les effets d'une transaction de fusion ou acquisition sur les intérêts des parties prenantes. Il ajoute :

« While a board of directors will need to ensure that it has designed a process that takes into account a range of potentially affected interests when evaluating a transaction, our corporate law simply does not provide each stakeholder with the same ease of access to corporate law remedies. The result is that boards of directors are likely to remain quite focused on the impact of their actions on shareholders

³¹⁴ J. A. MOORE, préc., note 300, 273 et 275.

³¹⁵ James C. TORY, « A Comment on *BCE Inc.* », (2009) 48 *Can. Bus. L.J.* 285, 286.

³¹⁶ Robert YALDEN, « The *BCE* Decision: The Courts' Vision of the Corporation and its Implications for M&A Advisors », document remis dans le cadre de la 39^e Atelier en droit commercial et de la consommation, 15 octobre 2009. Cette opinion est notamment partagée par E. IACOBUCCI, « Indeterminacy and the Canadian Supreme Court's Approach to Corporate Fiduciary Duties », préc., note 285, 254 qui indique notamment qu'il y aura peu d'impact en l'absence de conflit d'intérêts matériel, puisqu'avec la règle de l'appréciation commerciale, les tribunaux feront preuve de déférence pour une décision raisonnable des administrateurs.

and debtholders, with other stakeholders occupying a somewhat less central part of analysis. »³¹⁷

Plusieurs autres juristes partagent l'opinion de M. Yalden, à savoir que l'impact de cette décision du plus haut tribunal du Canada risque d'être limité, voire de tomber dans l'oubli³¹⁸. Pour l'instant, les décisions récentes dans le cadre d'une demande de redressement pour abus reflètent pourtant une certaine hésitation des tribunaux à reconnaître des attentes raisonnables à une partie prenante et même aux actionnaires minoritaires d'une société appliquant les enseignements de l'arrêt *BCE*.

2.4 L'APPLICATION JURISPRUDENTIELLE DE L'ARRÊT *BCE* PAR LES TRIBUNAUX DE DROIT COMMUN

Attardons-nous maintenant à l'application faite par les tribunaux des enseignements du plus haut tribunal du Canada dans l'arrêt *BCE* relatifs au devoir de loyauté des administrateurs et précisément, au concept des attentes raisonnables des parties prenantes de la société, dans le cadre des demandes de redressement pour abus³¹⁹. Trois décisions méritent particulièrement notre attention à ce sujet, soit les décisions *Computershare Trust Company of Canada v. Crystallex International Corporation*³²⁰ (« *Crystallex International Corporation* »), *Stahlke v. Stanfield*³²¹ (« *Stahlke* ») et *Brassard c. Forget*³²² (« *Brassard* »), dans lesquelles la Cour supérieure de l'Ontario, la Cour suprême de la Colombie-Britannique et la Cour supérieure du Québec ont respectivement appliqué le raisonnement de l'affaire *BCE*, et n'ont pas reconnu d'attentes raisonnables aux demandeurs, rejetant ainsi leurs demandes de

³¹⁷ R. YALDEN, « The *BCE* Decision : The Courts' Vision of the Corporation and its Implications for M&A Advisors », préc., note 316, 26.

³¹⁸ Voir notamment : J. D. FRAIBERG, « Fiduciary Outs and Maximizing Shareholder Value Following *BCE* », préc., note 310 qui traite spécifiquement, aux pages 218 à 225, des clauses de « fiduciary outs » et conclut que la pratique relative à leur rédaction ne changera pas à la suite de cette décision de la Cour suprême du Canada.

³¹⁹ À ce sujet, voir également les décisions : *Hollinger c. Prados-Hollinger*, 2009 QCCA 1004; *Doucet v. Spielo Manufacturing Inc.*, [2009] N.B.J. No. 217 (N.-B. C.A.); *Le Maître Ltd. v. Segeren*, [2009] O.J. No. 634 (Ont. C.S.); *Tanenbaum Estate v. Tanjo Investments Ltd.*, [2009] O.J. No. 3792 (Ont. C.S.); *Hu v. Sung*, [2009] O.J. No. 3373 (Ont. C.S.); *Burnham v. Augen Gold Corp.*, [2010] ONSC 783, qui ont appliqué les principes tel qu'énoncé par la Cour suprême du Canada relatifs aux attentes raisonnables.

³²⁰ 2009 CanLII 71007 (Ont. S.C.).

³²¹ 2010 BCSC 142.

³²² 2010 QCCS 1530.

redressement pour abus.

En décembre 2009, la Cour supérieure de l'Ontario, dans la décision *Crystallex International Corporation*³²³, a rejeté les trois requêtes présentées par Computershare Trust Company of Canada, à titre de fiduciaire des détenteurs de notes de Crystallex International Corporation (« Crystallex »), dont une demande de redressement pour abus³²⁴.

Ces investisseurs avaient acquis, dans le cadre d'une émission par prospectus, des notes de cette société cotée en bourse³²⁵, pour financer un projet d'exploitation d'un projet minier aurifère au Venezuela. Crystallex a été incapable d'obtenir les permis et approbations de ce pays qui étaient nécessaires au développement de ce projet. Ainsi, les détenteurs de notes allèguent, dans leur demande de redressement pour abus déposée en vertu de l'article 241 de la L.C.S.A., que la conduite de Crystallex en réponse au refus du Venezuela de délivrer les permis a été oppressive à leur égard³²⁶. Les détenteurs de notes auraient souhaité que Crystallex cesse de dépenser l'argent de la société, vende ses actifs et amorce un processus d'arbitrage contre le gouvernement du Venezuela³²⁷.

Afin de déterminer si les détenteurs de notes avaient des attentes raisonnables en ce sens, la Cour s'est appuyée sur l'analyse du juge Silcoff, en première instance et confirmée par la Cour suprême du Canada, dans l'arrêt *BCE* à l'effet notamment que les attentes raisonnables des actionnaires et des détenteurs de titres de dettes différaient et que les attentes raisonnables de ces derniers étaient davantage limitées,

³²³ *Company of Canada v. Crystallex International Corporation*, préc., note 320.

³²⁴ Les deux autres motifs de contestation présentés par les détenteurs de notes ne seront pas discutés dans ce mémoire. Ils étaient à l'effet, qu'en vertu des dispositions de l'acte d'émission des notes, les faits en l'espèce constituaient un changement de contrôle qui avait pour conséquence que Crystallex se devait de racheter les notes à un prix de 102 % de la valeur plus les intérêts courus. Subsidiairement, suivant cet acte, Crystallex était en défaut et se devait de rembourser ces notes puisque les fonds provenant de leur émission n'avaient pas été utilisés pour « financer le développement », tel que prévu. Ces deux prétentions des détenteurs de notes furent rejetées par le tribunal. Pour plus de détails, voir : *Computershare Trust Company of Canada v. Crystallex International Corporation*, préc., note 320, par. 18-71.

³²⁵ La société Crystallex se transige sur les bourses TSX et AMEX, *Computershare Trust Company of Canada v. Crystallex International Corporation*, préc., note 320, par. 1.

³²⁶ *Id.*, par. 72.

³²⁷ *Id.*, par. 78 et 79.

puisque les détenteurs de titres de dettes avaient l'opportunité de négocier des protections contractuelles adéquates pour se protéger des risques. La Cour supérieure de l'Ontario a indiqué que les détenteurs de notes connaissaient ou auraient dû connaître les risques et qu'une panoplie de mesures de protection auraient pu être négociées, mais ne le furent pas en l'espèce³²⁸.

Ainsi, dans cette affaire, la Cour supérieure de l'Ontario a rejeté la demande de redressement pour abus, concluant que les détenteurs de notes n'avaient pas établi la preuve de leurs attentes raisonnables à l'effet que Crystallex allait poser de tels gestes. Se référant à l'arrêt *BCE* de la Cour suprême du Canada, la Cour a rappelé les principes qui devaient être considérés dans l'analyse d'une demande de redressement pour abus³²⁹. Elle a notamment appuyé son analyse sur l'information disponible qui provenait des déclarations publiques et du prospectus qui contenaient d'ailleurs plusieurs avertissements relatifs à la possibilité de retard ou de refus de délivrance des permis et qui, au surplus, ne mentionnait aucune mesure qui serait prise dans de telles circonstances. Par conséquent, les détenteurs de notes ne pouvaient pas avoir de telles attentes raisonnables que la société allait poser de telles actions³³⁰. La Cour a aussi rappelé que d'autres informations étaient disponibles aux détenteurs de notes, soit l'information relative au risque politique du Venezuela et à la personne qu'est son président, Hugo Chavez³³¹.

Relativement aux devoirs des administrateurs d'agir dans les meilleurs intérêts de la société, la Cour rappelle le principe fondamental de droit corporatif suivant lequel les administrateurs ont un devoir fiduciaire d'agir dans les meilleurs intérêts de la société et écrit :

« The directors' fiduciary duties are to the corporation only. Directors in acting in the best interests of the corporation may be obliged to consider the impact of their decisions on corporate stakeholders, such as the Noteholders in this litigation. Sometimes the reasonable expectations of a stakeholder coincide with what is in the best interests of the corporation. However, where that is not the situation, it is important to understand that the directors owe their duty to the

³²⁸ *Id.*, par. 74-76 et 88-94.

³²⁹ *Id.*, par. 73.

³³⁰ *Id.*, par. 82-84.

³³¹ *Id.*, par. 86-88.

corporation and not to stakeholders, and that the reasonable expectation of stakeholders is simply that the directors act in the best interests of the corporation. See *BCE, supra*, at para 66. »³³² (Nous soulignons.)

Ainsi, la Cour supérieure de l'Ontario conclut que les détenteurs de notes n'avaient pas d'attentes raisonnables à ce que la société pose des gestes spécifiques et donc rejette leur demande de redressement pour abus. Ce tribunal considère notamment, comme la Cour suprême du Canada l'avait fait dans l'arrêt *BCE*, que les détenteurs de débentures avaient la possibilité de négocier des mesures de protection et que si ces détenteurs ont décidé de ne pas en avoir mis en place, souvent en raison du coût sous-jacent, ils doivent faire face au risque inhérent à leur investissement. La Cour confirme que les administrateurs de Crystallex ont agi de bonne foi et que les décisions ont été prises raisonnablement, en étant informés et en ayant recueilli des opinions de professionnels pertinents en l'espèce. Par conséquent, les administrateurs jouissent de la protection offerte par la règle de l'appréciation commerciale.

La décision *Stahlke*³³³, rendue en février 2010 par la Cour suprême de la Colombie-Britannique, mérite également notre attention relativement à l'interprétation faite par ce tribunal, conformément à l'arrêt *BCE*, des attentes raisonnables d'actionnaires minoritaires dans le cadre d'une demande de redressement pour abus déposée en vertu de la législation de la Colombie-Britannique³³⁴.

Dans cette affaire, douze actionnaires détenant des actions sans droit de vote de Gallowai Metal Mining Corporation et Bul River Mineral Corporation ont entamé un recours à l'encontre de ces deux sociétés minières et de leur président, M. Stanfield.

³³² *Id.*, par. 95.

³³³ *Stahlke v. Stanfield*, préc., note 321.

³³⁴ À ce sujet, l'article 227 (2) a) de la *Business Corporations Act*, S.B.C. 2002, c. 57 stipule :

« (a) that the affairs of the company are being or have been conducted, or that the powers of the directors are being or have been exercised, in a manner oppressive to one or more of the shareholders, including the applicant ... »

Alternativement, leurs recours portent également sur l'article 324 (1) b) du *Business Corporations Act* qui confère au tribunal le pouvoir d'intervenir dans les affaires de la société lorsque le tribunal estime qu'il est juste et équitable de le faire. Ce deuxième argument ne sera pas discuté dans le présent travail.

Dans leur demande de redressement pour abus, ces actionnaires ont invoqué les quatre arguments suivants :

- « 1. the failure of the Boards of Directors of the two respondent companies to function properly;
- 2. the delay in receiving the audited financial statements for 2008;
- 3. the failure or refusal of Mr. Stanfield, or the companies, to respond to legitimate concerns of the shareholders; and
- 4. the failure to bring the mine into production. »³³⁵

Tous ces arguments ont été rejetés par la Cour qui après avoir dressé le cadre juridique de l'analyse d'une demande de redressement pour abus, référant à maintes reprises aux enseignements du plus haut tribunal du Canada dans l'arrêt *BCE*³³⁶, a conclu que ces actionnaires n'avaient pas d'attentes raisonnables découlant des quatre raisons avancées par ces derniers.

Pour ce qui est du premier argument à savoir qu'ils avaient une attente raisonnable que le conseil d'administration allait fonctionner correctement, la Cour suprême de la Colombie-Britannique est d'avis que ces actionnaires peuvent avoir une telle attente, mais qu'en l'espèce, considérant qu'il s'agit de deux sociétés privées, qu'ils détiennent des actions sans droit de vote et que M. Stanfield contrôle toutes les actions avec droit de vote, la Cour juge que la tenue de réunion « régulière et nécessaire » ne constitue pas une attente raisonnable objective. De plus, la législation de la Colombie-Britannique n'exige pas la tenue d'une réunion où les administrateurs sont présents pour une prise de décision; une résolution écrite des administrateurs est suffisante³³⁷.

Pour ce qui est du retard dans la transmission des états financiers vérifiés, la Cour suprême de la Colombie-Britannique est d'avis que les actionnaires peuvent avoir une attente raisonnable d'obtenir les états financiers vérifiés. Cependant, la Cour est d'avis que le retard dans la transmission des états financiers, dont les actionnaires ont reçu copie au cours de la procédure judiciaire, ne constitue pas une démonstration d'abus, de préjudice injuste ou de conduite inéquitable à leur égard³³⁸.

³³⁵ *Stahlke v. Stanfield*, préc., note 321, par. 6.

³³⁶ *Id.*, par. 9-38.

³³⁷ *Id.*, par. 40-50.

³³⁸ *Id.*, par. 51-60.

Ces douze actionnaires minoritaires allèguent également avoir une attente raisonnable d'avoir un accès aux membres du conseil d'administration, plus particulièrement au président, pour répondre à leurs questions et les assurer que les affaires de la société vont bien, et ce, malgré le fait qu'ils ne peuvent pas élire les administrateurs du fait qu'ils détiennent des actions sans droit de vote. À ce sujet, ces actionnaires réfèrent à des lettres qu'ils ont envoyées au président et auxquelles ce dernier n'a pas répondu. La Cour répond, sous ce point, que le fait d'omettre de répondre à leurs lettres ne constitue pas un fait assimilable à une conduite oppressive, et ce, même en l'absence de toute explication de l'omission de répondre³³⁹.

Le dernier argument de leur demande de redressement pour abus se fonde sur l'incapacité de la société et de leur président à amener la mine en production. Les douze actionnaires identifient ce point comme étant la clé de ce litige et la Cour partage leur opinion à cet égard. Cependant, le tribunal conclut que le début de la production de la mine est un élément du jugement d'affaires pour lequel la Cour doit faire preuve de déférence dans la gestion de la société. La Cour affirme que, si ces douze actionnaires avaient une attente suivant laquelle la mine aurait été en production « bientôt » ou « dans une période de temps raisonnable », cette attente n'était pas raisonnable. Ils réalisaient ou auraient dû réaliser que leurs investissements étaient très spéculatifs³⁴⁰.

Ainsi, dans la même veine que l'arrêt *BCE* rendu par le plus haut tribunal du Canada, la Cour suprême de la Colombie-Britannique rejette, dans la décision *Stahlke*, tous les arguments avancés par ces actionnaires minoritaires dans leur demande de redressement pour abus concluant que le comportement des administrateurs et de leur président était juste et équitable à leur égard³⁴¹.

En avril dernier, la Cour supérieure du Québec a rendu une décision, dans l'affaire *Brassard*³⁴², dans laquelle elle a rejeté une demande de redressement pour abus

³³⁹ *Id.*, par. 61-67.

³⁴⁰ *Id.*, par. 68-69.

³⁴¹ *Id.*, par. 109.

³⁴² *Brassard c. Forget*, préc., note 322.

présentée par certains actionnaires minoritaires d'une société en s'appuyant également sur les principes développés par la Cour suprême du Canada dans l'arrêt *BCE*³⁴³.

Dans ce litige, les demandeurs, Karol Brassard (« Brassard ») et sa femme³⁴⁴ sont des actionnaires minoritaires de Technologies Clemex inc. (« Clemex »), une société dans le secteur des technologies dont les titres sont inscrits à la cote de la Bourse de croissance TSX. Ils allèguent notamment dans leur demande de redressement pour abus :

« qu'il y a eu abus de leurs droits à titre d'actionnaires et préjudice en raison de la manière dont les administrateurs et dirigeants de la compagnie ont exercé leurs pouvoirs, notamment quant à la conduite du processus de maximisation de la valeur de la société et l'émission de valeurs mobilières additionnelles par voie d'un placement privé, au cours de l'année 2008. »³⁴⁵

D'emblée, il importe de mentionner que Brassard est un investisseur qui s'intéresse aux opportunités d'investissement et donc qui a une vision à court terme pour ses investissements³⁴⁶. Avant même d'acquérir des actions de Clemex, Brassard avait

³⁴³ Dans cette affaire, des demandes reconventionnelles avaient également été déposées par les administrateurs à l'encontre des demandeurs, notamment pour « atteinte à leur réputation, troubles et inconvénients ». L'analyse de ces demandes ne sera pas traitée dans le présent travail, puisque ces recours ne font pas intervenir les devoirs des administrateurs, mais sachez que les demandeurs ont été condamnés à payer des dommages-intérêts à ces administrateurs pour atteinte à leur réputation, notamment pour de fausses allégations de délits d'initiés.

³⁴⁴ Les demandeurs dans cette affaire sont Karol Brassard et Patricia Sebag. Cependant, le juge Sénécal de la Cour supérieure explique au par. 3 :

« Le recours des demandeurs est en fait celui de Karol Brassard, bien que plus du quart des actions de Clemex qu'il dit « contrôler » et qu'il disait posséder jusqu'au début de l'audition ont été placées dans le REÉR de son épouse au nom de celle-ci et dans le régime d'épargne-études de ses enfants. Ce n'est d'ailleurs qu'à l'ouverture du procès que les procédures ont été amendées pour y ajouter l'épouse comme codemanderesse. Mais ni les défendeurs ni le Tribunal n'ont jamais vu celle-ci et ne savent qui elle est. On peut se demander si, dans les circonstances, l'épouse se plaint véritablement d'avoir été « opprimée » par la compagnie et ses administrateurs. Elle ne l'a jamais dit et seul Brassard s'en est plaint devant la Cour (pour lui seul, évidemment, ne pouvant plaider pour autrui). »

³⁴⁵ *Brassard c. Forget*, préc., note 322, par. 4.

³⁴⁶ Ce qui s'oppose à la vision de Forget et des administrateurs de Clemex qui a toujours été une vision à long terme de la société. Brassard désirait certainement que la société partage sa vision de vendre la société. Relativement à ce désir, la Cour supérieure écrit, au par. 188 :

« les tribunaux ne peuvent lui être d'aucun secours s'il ne réalise pas ses plans tel qu'espéré. Il ne peut prétendre alors être un actionnaire abusé ou

rencontré le fondateur et président-directeur général de cette société, Clément Forget (« Forget »), et lui avait fait part de son intention d'acquérir des blocs d'actions de la société, puisqu'il était d'avis qu'il y avait de l'argent à faire avec la vente de Clemex. À ce moment, Forget avait indiqué qu'il n'envisageait pas la vente de la société et réfléchissait plutôt à la privatiser. C'est sur cette toile de fond que Brassard a commencé à acquérir des actions de Clemex sur le marché public³⁴⁷.

Dans l'intervalle, Clemex avait annoncé la mise en place d'un Comité indépendant d'orientation stratégique (« Comité ») formé de tous les administrateurs pour « examiner diverses options stratégiques afin de valoriser davantage l'avoir de ses actionnaires. » La société publiait un communiqué de presse à cet effet dans lequel elle précisait que « [r]ien n'assure que l'examen se traduira par des opérations stratégiques financières particulières et cet examen n'est soumis à aucun échéancier. » Pour l'appuyer dans ses démarches, Clemex a engagé les services de *CIBC Division fusions, acquisitions et ventes d'entreprises intermédiaires* (« CIBC ») afin de rechercher des partenaires ou acquéreurs potentiels, mais Clémex réservait ses droits relativement à un éventuel placement privé³⁴⁸. Par la suite, constatant le peu de résultats à la suite des démarches de CIBC, le conseil d'administration a considéré l'opportunité de se financer par voie d'un placement privé qu'il avait envisagé dans le passé, afin de financer ses activités et de sécuriser sa banque et Clemex a engagé à cette fin les services du cabinet Fortin Capital³⁴⁹.

Le mandat de CIBC de trouver des partenaires ou acquéreurs potentiels était toujours en vigueur lorsque PGT, une société américaine en sérieuse difficulté financière, voyant cette acquisition comme une opportunité d'améliorer sa situation financière a démontré, par voie d'une *Lettre d'expression d'intérêt*, son intérêt éventuel à acquérir Clemex. L'offre de PGT, bien qu'elle n'était pas formelle, fut jugée insatisfaisante par tous, y compris Brassard, en raison de son prix beaucoup trop bas et d'une portion de la contrepartie payable en actions de PGT. À la suite d'une rencontre entre les

opprimé du seul fait que l'on ne partage pas sa vision quant à ce qu'il faut faire de la compagnie. Il n'est alors qu'un actionnaire minoritaire qui ne parvient pas à mener à terme sa prise de contrôle hostile ou qui ne parvient pas à amener les autres à partager sa vision. Cela ne doit pas être confondu avec un cas d'application de l'article 241 de la LCSA. »

³⁴⁷ *Brassard c. Forget*, préc., note 322, par. 11 à 13.

³⁴⁸ *Id.*, par. 23 à 26.

³⁴⁹ *Id.*, par 29 et 30.

directions de PGT et de Clemex, l'alliance entre les deux sociétés n'était également plus une solution envisagée, notamment du fait que PGT voulait se financer avec Clemex et qu'une partie de l'acquisition devait nécessairement être acquittée par échange d'actions de cette société. À la suite de cette rencontre infructueuse, le Comité informa CIBC que l'offre proposée par PGT est insatisfaisante et qu'il ne désirait pas poursuivre les discussions avec PGT³⁵⁰.

Entretemps, le président de PGT communiqua avec Brassard afin de lui demander son appui à son offre d'acquérir PGT. S'ensuivront alors plusieurs échanges entre les deux hommes et Brassard donna son appui à la deuxième offre proposée par PGT, bien qu'il ne signera jamais de lettre d'intention à cet effet³⁵¹.

À la suite du refus à la première offre de PGT, le conseil d'administration a autorisé un placement privé auprès de cinq preneurs fermes. Ces cinq investisseurs incluaient Forget qui avait accepté de remplacer un investisseur qui s'était désisté à la dernière minute. Brassard n'avait pas été invité à participer à ce placement privé, mais avait été informé que cela n'empêcherait pas la société de continuer de rechercher un éventuel acquéreur³⁵². À la suite de l'annonce de ce placement privé, Brassard a présenté devant les tribunaux une demande d'injonction interlocutoire afin de notamment « de suspendre les droits de vote rattachés aux actions émises dans le cadre du placement privé, d'ordonner à Clemex de ne pas émettre de nouvelles actions, de le nommer administrateur de Clemex [...] »³⁵³. Brassard disait agir ainsi afin de sauver l'offre avant l'expiration de cette dernière. Cette prétention s'avéra surprenante considérant que le président de PGT lui avait affirmé qu'il voyait d'un bon œil ce placement privé. La demande d'injonction de Brassard fut rejetée par la Cour supérieure du Québec³⁵⁴.

Clemex a alors reçu, sous forme de *Lettre d'intention*, une deuxième offre bonifiée et au comptant de PGT. Afin d'évaluer cette offre et en raison des vacances, la présidente du conseil d'administration a demandé à PGT un report de l'échéance ainsi que des informations supplémentaires sur le financement de PGT et sa capacité à l'obtenir. Le

³⁵⁰ *Id.*, par. 33 à 46.

³⁵¹ *Id.*, par. 45, 47, 50 à 53, 56, 59, 60, 64, 65, 75, 79.

³⁵² *Id.*, par. 48 et 150.

³⁵³ *Id.*, par. 66.

³⁵⁴ *Id.*, par. 64, 66 et 76. Pour les motifs de rejet de la demande d'injonction, voir : *Brassard c. Forget*, 2008 QCCS 3872.

conseil d'administration s'est réuni pour discuter de cette offre et a réitéré les critères qu'il avait déterminés pour choisir un acheteur éventuel, à savoir « la complémentarité des technologies, la pérennité de l'entreprise et l'intérêt de tous les actionnaires et des employés de Clemex »³⁵⁵. Le conseil d'administration n'a finalement jamais reçu les informations supplémentaires demandées à PGT. Devant ce constat, le Comité a conclu qu'il était dans l'impossibilité d'analyser l'offre de PGT et donc que l'offre de PGT n'était pas dans l'intérêt de Clemex et de ses actionnaires³⁵⁶.

La Cour supérieure du Québec débute son analyse de la demande de redressement pour abus en rappelant les principes édictés par la Cour suprême du Canada, dans *BCE* et reprenant les propos du plus haut tribunal du Canada, a écrit notamment :

« l'obligation fiduciaire des administrateurs [...] ne se limite pas à la valeur des actions ou au profit à court terme. Dans le contexte de la continuité de l'entreprise, cette obligation vise les intérêts à long terme de la société. Son contenu varie selon la situation (*BCE*, par. 38). »

Ainsi, relativement aux faits du présent litige, la Cour supérieure a conclu que les administrateurs avaient agi conformément à leur obligation fiduciaire et que la vision de Brassard, à l'effet que les administrateurs se devaient de maximiser la valeur à court terme pour tous les actionnaires, était erronée³⁵⁷.

Vient alors l'analyse de la demande de redressement pour abus et des attentes raisonnables³⁵⁸. La Cour identifie plusieurs éléments liés à la présente affaire dans son analyse des attentes raisonnables, notamment :

- « • la mise en place d'un processus de «valorisation» au début de 2008 ;
- la création d'un Comité d'orientation stratégique indépendant au début de 2008 ;
- la nécessité de s'adjoindre les services d'experts avec une expertise reconnue lorsqu'une recherche de partenaires stratégiques ou d'acquéreurs est entreprise ; cela a été fait de façon impeccable par la procédure de sélection et l'engagement de CIBC »³⁵⁹.

³⁵⁵ *Brassard c. Forget*, préc., note 322, par. 55 et 61 et par. 73 et 74.

³⁵⁶ *Id.*, par. 75, 80 et 81.

³⁵⁷ *Id.*, par. 85 à 92.

³⁵⁸ *Id.*, par. 94 et 95.

³⁵⁹ *Id.*, par. 96 à 99.

La Cour supérieure du Québec a analysé tour à tour les trois points suivants : le refus par le conseil d'administration d'offrir à Brassard un siège à titre d'administrateur, la conclusion du placement privé et le refus du conseil d'administration de donner suite à l'offre d'acquisition de PGT.

Le premier point analysé par la Cour, bien qu'il ne s'agisse pas d'un motif soulevé formellement dans la demande de redressement pour abus, est le refus des membres du conseil d'administration d'offrir un poste d'administrateur à Brassard, puisque même si Brassard avait démontré un intérêt à y siéger, après une rencontre avec tous les membres du conseil d'administration, ces derniers ne sont pas montrés intéressés à lui offrir un siège au conseil en raison du comportement de Brassard³⁶⁰. La Cour rappelle que « nul actionnaire, même important, n'a droit à un tel siège sur le Conseil à défaut d'une convention d'actionnaire ou d'une règle de régie interne de la compagnie le prévoyant », ce qui n'est pas le cas en l'espèce. Ainsi, même si Brassard avait mentionné ce refus comme motif dans sa demande, cela n'aurait pas été retenu par la Cour, puisqu'il ne pouvait avoir d'attentes raisonnables de siéger sur le conseil de Clemex³⁶¹.

Pour ce qui est de l'allégation des demandeurs à l'effet que le placement privé était inapproprié, injustifié et oppressif, puisqu'il mettait en danger l'offre de PGT et favorisait Forget qui y avait participé³⁶², la Cour rappelle d'abord la nécessité de ce placement

³⁶⁰ À cet effet, la Cour écrit, au par. 14 à 17 de cette décision, que Brassard :
 « leur a fait mauvaise impression, qu'il s'est montré agressif, arrogant et désagréable, qu'il ne semble pas connaître la compagnie, qu'il paraît avoir pour seul but de spéculer sur la valeur des actions de la compagnie et faire un coup d'argent rapide, que son seul intérêt est de protéger ses intérêts et non ceux de l'ensemble des actionnaires, qu'il semble uniquement intéressé à vendre la compagnie le plus vite possible après l'avoir bien «habillée», ce qui ne cadre pas avec la vision des administrateurs, etc. »

³⁶¹ *Brassard c. Forget*, préc., note 322, par. 55 et 61 et par. 121 à 126.

³⁶² Dans cette décision, les demandeurs alléguaient également que les membres du Comité n'étaient pas indépendants à l'égard de Forget. La Cour rappelle que Forget est le président-directeur général de la société ainsi qu'un actionnaire important et donc qu'ils pouvaient demander à connaître son opinion, mais que Forget ne pouvait participer au vote du Comité, puisqu'il n'était pas membre. La Cour mentionne que les membres du Comité ont pris connaissance de la position de Forget et de Brassard, mais par leurs agissements, sont restés indépendants de Forget. La Cour ajoute qu'il n'y a pas eu de preuve que Forget ait privilégié ses intérêts au détriment de ceux de la société. Pour ce qui est des lettres que Forget a fait parvenir à PGT, dans lesquelles il mentionnait qu'à titre d'actionnaire principal, il s'opposait à cette offre, la Cour rappelle que Forget a agi de façon unilatérale sans y faire intervenir les membres du Comité et qu'on ne peut lui reprocher un manque de loyauté

privé devant les difficultés financières de la société et affirme que ce placement n'avait pas pour objectif de favoriser Forget au détriment des actionnaires qui voyaient leur position diluée de façon négligeable³⁶³. La Cour est d'avis que Brassard ne pouvait pas avoir d'attente raisonnable à l'effet que Clemex ne se finance pas par voie de placement privé, puisque cela avait été envisagé dans le passé et que le présent placement privé avait seulement eu pour conséquence de modifier de manière marginale et minime sa position dans la société. De plus, la Cour mentionne qu'en l'absence d'une convention d'actionnaires, la société n'avait pas d'obligation d'inviter tous les actionnaires à participer au placement privé³⁶⁴.

La deuxième allégation des demandeurs a trait à la mise sur pied du processus des options stratégiques et de valorisation, qui selon eux, leur avait créé des attentes raisonnables qui avaient « été frustrées par les agissements et comportements des administrateurs, des membres du Comité stratégique et de Forget. »³⁶⁵ La Cour rappelle que la société avait indiqué dans son communiqué de presse une mise en garde à l'effet qu'il était possible qu'il n'y ait aucune opération. De plus, la Cour rappelle que l'obligation fiduciaire des administrateurs ne s'entend pas d'une obligation de valoriser les actions ou le profit à court terme et que l'unique bénéficiaire de cette obligation est la société. « Favoriser la pérennité de l'entreprise est un objectif éminemment pertinent et valable dans le contexte de la continuité de celle-ci. »³⁶⁶ Ainsi, les demandeurs ne pouvaient avoir une attente raisonnable que leurs actions soient rachetées rapidement et « pouvai[en]t seulement exiger que la proposition de PGT soit considérée de façon équitable à son mérite, ce qui fut fait. Pour le reste, cela relevait du bon jugement des administrateurs. »³⁶⁷

Le troisième point analysé par la Cour supérieure du Québec portait précisément sur l'offre de PGT. À cet effet, les demandeurs invoquent que les membres du Comité et les administrateurs ne se sont pas conduits de façon diligente, à la suite de la réception de l'offre et qu'ils avaient des attentes raisonnables qu'ils agissent ainsi. La Cour

envers la société à titre d'administrateur. Voir *Brassard c. Forget*, préc., note 322, par. 55 et 61 et par. 211 à 220.

³⁶³ *Brassard c. Forget*, préc., note 322, par. 132 à 139.

³⁶⁴ *Id.*, par. 140 à 153.

³⁶⁵ *Id.*, par. 155.

³⁶⁶ *Id.*, par. 161.

³⁶⁷ *Id.*, par. 155 à 162.

analyse en détail le processus d'évaluation de l'offre et mentionne notamment que ce sont les agissements de PGT, notamment de ne pas répondre à la demande d'informations, qui ont fait traîner les choses et par conséquent, les allégations des demandeurs à l'effet que les membres du Comité et les administrateurs n'auraient pas respecté leur obligation de diligence sont sans fondement³⁶⁸. La Cour est d'avis qu'il était raisonnable que ces derniers s'assurent du sérieux de l'offre de PGT avant d'y mettre toutes les ressources nécessaires. De plus, dans les circonstances, la Cour considère que les raisons énoncées pour refuser l'offre de PGT étaient légitimes et que les membres du Comité et les administrateurs n'ont pas agi de mauvaise foi, n'ont pas injustement omis de tenir compte des intérêts des actionnaires, ni n'ont eu une conduite injuste envers les actionnaires³⁶⁹.

Ainsi, dans la décision *Brassard*, la Cour a conclu que les demandeurs n'ont pas démontré avoir des attentes raisonnables qui aurait été frustrée par le comportement des administrateurs de la société³⁷⁰.

Les décisions *Stahlke* et *Brassard* méritent une certaine réflexion quant à la protection offerte par la demande de redressement pour abus pour les actionnaires minoritaires³⁷¹, puisque ces décisions semblent aller à contre-courant des décisions précédentes à l'affaire *BCE*. Le courant jurisprudentiel reconnaissait traditionnellement certaines attentes raisonnables aux actionnaires minoritaires. Ce dernier concept était, par le fait même, interprété de manière plus libérale et les tribunaux s'étaient montrés enclins à « corriger » les situations qui allaient à l'encontre des attentes raisonnables des actionnaires minoritaires. À titre d'exemple, dans l'affaire *BCE*, l'argument des détenteurs de débentures, à l'effet que l'arrangement était oppressif à leur égard était notamment appuyé par la décision *Palmer v. Carling O'Keefe Breweries of Canada Ltd.* (« *Palmer* »)³⁷². Les faits de cette décision peuvent s'approcher sous certains points de l'affaire *BCE*, puisqu'il s'agissait d'une contestation à l'encontre d'une opération de

³⁶⁸ *Id.*, par. 173 à 191.

³⁶⁹ *Id.*, par. 207 à 210.

³⁷⁰ *Id.*, par. 224 à 225.

³⁷¹ Pour une référence des recours disponibles aux actionnaires minoritaires, nous vous référons à la section « 2.3. Problématique : La nécessité d'un cadre juridique au-delà du droit des sociétés », O. PROULX, préc., note 7, p. 86-96.

³⁷² *Palmer v. Carling O'Keefe Breweries of Canada Ltd.*, note 220.

fusion de laquelle résultait un important emprunt³⁷³. Cependant, le juge Silcoff a refusé d'appliquer un raisonnement semblable à celui posé dans *Palmer*, sans fournir d'explications suffisantes, à notre avis. Dans *Palmer*, la Cour avait conclu que l'imposition d'une dette si importante sur la société résultante de cette opération touchait les intérêts des porteurs d'actions privilégiées et allait à l'encontre de leurs attentes raisonnables. La Cour concluant au caractère oppressif de l'arrangement avait ordonné à la société de racheter les actions de ces porteurs.

Ainsi, les décisions récentes *Stahlke* et *Brassard* nous amènent à nous demander si l'interprétation récente par les tribunaux du concept des attentes raisonnables tel qu'enseigné par la Cour suprême du Canada dans l'arrêt *BCE*, crée un resserrement quant aux chances de succès de toutes les parties prenantes de la société, incluant les actionnaires mêmes de la société.

2.5 LES LIGNES DIRECTRICES QUANT AUX DEVOIRS DES ADMINISTRATEURS ET AU STANDARD DE REVISION JUDICIAIRE APPLICABLE DANS LE CADRE D'UNE PRISE DE CONTROLE

Dans cette dernière section, nous avons identifié certaines lignes directrices qui, sans avoir la prétention d'être exhaustives, pourraient servir de guides aux conseils d'administration d'une société pour laquelle une opération de changement de contrôle est éminente.

2.5.1 Le devoir de loyauté des administrateurs

Rappelons qu'en droit canadien, le devoir de loyauté prévoit que « [I]es administrateurs [...] doivent, dans l'exercice de leurs fonctions, agir [...] avec intégrité et de bonne foi au mieux des intérêts de la société »³⁷⁴. Dans le cadre spécifique d'une prise de contrôle, l'expression « au mieux des intérêts de la société » a alimenté plusieurs débats et fait couler beaucoup d'encre. Sans revenir dans le détail sur ce qui a déjà été discuté dans le présent mémoire, deux théories opposées peuvent guider le comportement d'un

³⁷³ L'auteur Markus Koehnen discute de la question de la situation où une importante dette est imposée à une société sans bénéficiaire correspondant, voir : M. KOEHNEN, préc., note 196, p. 82, 105, 114, 115 et 123.

³⁷⁴ Par. 122 (1) a) de la L.C.S.A.

conseil d'administration, à savoir la primauté des actionnaires et la théorie des parties prenantes³⁷⁵.

La Cour suprême du Canada, dans l'affaire *BCE* est venue préciser que l'obligation pour les administrateurs d'agir au mieux des intérêts de la société, tel que prescrit par la théorie des parties prenantes énoncée dans *Peoples* était également applicable dans le contexte d'un changement de contrôle. Relativement aux demandes de redressement pour abus présentés par des détenteurs de débentures devant les instances inférieures, le plus haut tribunal du Canada s'est penché sur le concept des attentes raisonnables qui est au cœur même de ce recours. La Cour a réaffirmé l'interprétation du devoir de loyauté de l'arrêt *Peoples* et est venue préciser l'obligation sous-jacente de traitement équitable qui découle de l'obligation générale de loyauté. Ainsi, face à une demande de redressement pour abus, le tribunal doit s'assurer que les intérêts des parties touchées par une décision de la société aient été traités de manière juste et équitable. Cette exigence peut être rencontrée même si la décision prise par les administrateurs va à l'encontre des intérêts d'une partie prenante touchée dans la mesure où ces intérêts ont été considérés et que cette décision est « au mieux des intérêts de la société ». La Cour suprême du Canada, dans *BCE*, a affirmé que dans le contexte de la pérennité d'une société, les intérêts de la société doivent être compris comme les intérêts à long terme de la société. De plus, la Cour précise que les

³⁷⁵ Comme nous en avons discuté au premier et deuxième chapitre de ce mémoire, traditionnellement, les tribunaux canadiens ont privilégié la première approche qui reconnaissait la primauté des actionnaires dans le cadre d'une prise de contrôle et qui se concrétisait par une obligation de maximiser la valeur au seul bénéfice des actionnaires. Cela s'expliquait du fait que les intérêts de la société reposaient sur ceux de ses actionnaires. Ce concept en droit canadien prenait sa source dans la jurisprudence des tribunaux du Delaware.

La Cour suprême du Canada, en 2004, dans l'arrêt *Peoples* est venue renverser cette interprétation majoritairement reconnue du devoir de loyauté et a ainsi rejeté le principe traditionnel de maximisation pour les actionnaires. Ainsi, elle a affirmé que le devoir de loyauté des administrateurs était envers la société uniquement et ne se limitait pas à une catégorie de personnes, par exemple les actionnaires. Cet arrêt a de plus précisé que pour agir dans le respect de ce devoir, les administrateurs peuvent, selon les circonstances, considérer d'autres facteurs, à savoir notamment les intérêts des actionnaires, des employés, des fournisseurs, des créanciers, des consommateurs, des gouvernements et de l'environnement. Les administrateurs jouissent donc d'une discrétion dans leur décision de considérer ou non les intérêts de certaines parties prenantes.

Cependant, comme nous l'avons vu, certains tribunaux inférieurs n'ont pas appliqué la théorie des parties prenantes dans le contexte d'une prise de contrôle, à la suite de la décision *Peoples*.

administrateurs peuvent tenir compte de l'impact d'une décision sur les parties prenantes, mais n'en ont pas une obligation. Si les intérêts des parties prenantes et de la société ne coïncident pas, les parties prenantes pourront seulement avoir comme attente raisonnable que les administrateurs agissent au mieux des intérêts de la société.

Concrètement, voici certains gestes que les administrateurs devraient poser dans le cadre d'un changement de contrôle afin de se conformer à leur devoir de loyauté :

- Dans le cadre de l'analyse des solutions envisagées pour un conseil d'administration, ce dernier doit identifier et évaluer l'impact de l'opération envisagée sur les parties touchées. Ainsi, les administrateurs doivent pouvoir démontrer qu'ils ont tenu compte des parties touchées par la décision. Il est donc primordial de documenter ces discussions et échanges et ce conseil s'applique également à toutes recommandations ci-après.
- Il peut arriver que les administrateurs ne puissent pas satisfaire toutes les parties touchées par une opération, dans la mesure où la décision sert au mieux les intérêts de la société.
- Afin d'éviter de créer des attentes raisonnables, les administrateurs, avant de prendre une décision, doivent identifier les attentes raisonnables qui pourraient être touchées par une décision et évaluer le risque afférent à une telle opération.
- Dans le même ordre d'idée, la société doit également faire preuve d'une grande prudence notamment dans ses déclarations publiques, le contenu de ses prospectus et circulaires et mêmes dans une convention entre actionnaires, puisque cela peut créer des attentes raisonnables pour des parties prenantes.
- Les administrateurs doivent éviter de donner préséance à une partie et ne peuvent se limiter à appliquer le principe de maximisation de *Revlon*. Ils doivent se rappeler que leur devoir de loyauté est en tout temps uniquement envers la société.
- Il est possible qu'une opération ait pour conséquence de maximiser la valeur pour les actionnaires, pourvu que cela serve au mieux les intérêts de la société.
- Dans la mesure où l'opération envisagée est nécessaire pour faire prospérer la société, les administrateurs doivent prendre en compte la pérennité de la société et les intérêts à long terme de la société doivent dicter leur conduite.

- Les intérêts des parties prenantes peuvent être considérés, mais il n'y a pas d'obligation en ce sens. Cependant, tel que mentionné, les parties dont les intérêts sont touchés par une opération doivent être considérées dans le processus décisionnel.

2.5.2 Le devoir de prudence et diligence³⁷⁶

Bien que l'exercice du devoir de prudence et diligence des administrateurs n'a pas été mis en cause dans l'affaire *BCE*, nous avons cru pertinent de présenter les grandes lignes de ce devoir, puisque dans le contexte d'un changement de contrôle, l'exercice de ce devoir par les administrateurs peut être remis en cause.

Le devoir de prudence et diligence stipule que « [l]es administrateurs [...] doivent, dans l'exercice de leurs fonctions, agir [...] avec le soin, la diligence et la compétence dont ferait preuve, en pareilles circonstances, une personne prudente. »³⁷⁷.

Traditionnellement, l'unique bénéficiaire de ce devoir était la société et la norme de conduite était mixte, puisqu'elle appliquait le critère de la personne raisonnable tout en considérant des éléments propres à l'administrateur, par exemple son éducation et son expérience. Dans l'arrêt *Peoples*, la Cour suprême du Canada est venue étendre cette obligation en précisant qu'elle ne visait pas seulement la société. Le plus haut tribunal a ainsi ouvert la porte à une interprétation plus libérale du devoir de prudence et diligence et a indiqué qu'elle bénéficiait également aux créanciers dans cette affaire. Les enseignements de la Cour suprême du Canada, dans *Peoples*, ont également apporté un changement important quant à la norme de conduite applicable, puisque le tribunal a affirmé qu'il s'agissait d'une norme objective qui s'appuyait sur concept de la personne raisonnable et en ne prenant pas en considérations les attributs propres à un

³⁷⁶ Nous vous référons aux autorités ci-après pour une étude plus exhaustive de la question : Barry REITER, *Directors' Duties in Canada*, 4^e ed., Toronto, CCH Canada Limited, 2009, p. 55 à 64; S. ROUSSEAU et P. DESALLIERS, *Les devoirs des administrateurs lors d'une prise de contrôle. Étude comparative du droit du Delaware et du droit canadien*, préc., note 4, p. 104 à 115; M. MARTEL et P. MARTEL, *La compagnie au Québec. Les aspects juridiques*, préc., note 24, par. 23-5 à 23-115.3.

³⁷⁷ Par. 122 (1) b) de la L.C.S.A.

administrateur. Cependant, les éléments contextuels dans lesquels l'administrateur exerce ses fonctions doivent être considérés.

Ainsi, afin d'adopter un comportement conforme au devoir de prudence et diligence, dans le cadre d'un changement de contrôle imminent, l'administrateur doit notamment agir conformément à ces lignes directives :

- L'administrateur doit suivre un processus décisionnel prudent et diligent qui mène à une décision raisonnable. Cela inclut, sans s'y limiter, la création d'un comité spécial indépendant.
- L'administrateur doit se renseigner, c'est-à-dire à notamment appuyer sa décision sur les renseignements dont il disposait au moment de la décision et qu'il obtienne l'information disponible à cette prise de décision. L'administrateur ne peut se satisfaire de l'information qui lui est donnée et doit demander l'information qui lui est nécessaire et poser les questions appropriées afin de prendre une décision éclairée. Afin de remplir cette condition, l'administrateur doit également assister aux réunions du conseil d'administration ou dans une situation d'impossibilité, demander à être informé du contenu des échanges.
- Le conseil d'administration doit retenir les services de professionnels indépendants, lorsque cela s'avère nécessaire. Dans le contexte d'un changement de contrôle, l'obtention d'opinions juridiques et financières s'avère généralement la norme.
- L'établissement de règles de régie d'entreprise devrait également être envisagé, puisque de tels principes pourraient protéger les administrateurs contre des allégations de manquement à leur devoir de diligence.

2.5.3 Le standard de révision judiciaire applicable à une décision du conseil d'administration

Le standard de révision judiciaire applicable à une décision des administrateurs prise dans le contexte d'une prise de contrôle est la règle de l'appréciation commerciale tel que décrite notamment dans les arrêts *Schneider* et *Peoples*, discutés précédemment. L'analyse de ce principe de déférence des tribunaux s'applique à une décision des administrateurs qui fait intervenir les devoirs de loyauté et prudence et diligence. Dans l'arrêt *BCE*, la Cour suprême du Canada est venue réaffirmer ce principe de déférence des tribunaux :

« Dans la mesure où il conclut que la décision des administrateurs se situe dans l'éventail des solutions raisonnables qu'ils auraient pu choisir en soupesant des intérêts opposés, le tribunal ne poursuivra pas son examen pour déterminer si cette décision est la solution parfaite. »³⁷⁸

La règle de l'appréciation commerciale se décrit ainsi :

- Les tribunaux ne doivent pas exiger la meilleure décision, mais une décision raisonnable. La décision des administrateurs doit être raisonnable au regard des circonstances particulières d'une affaire, mais cette décision n'a pas à être parfaite.
- Les tribunaux doivent considérer les renseignements disponibles aux administrateurs au moment de la prise de décision et éviter de faire un examen *a posteriori* à la lumière de nouveaux renseignements qui n'étaient pas disponibles à ce moment.
- Le conseil d'administration doit choisir une décision raisonnable parmi celles qui s'offrent à lui, mais il doit éviter de mettre de côté une transaction pouvant être réalisée et qui serait manifestement plus avantageuses pour la société.
- Les tribunaux doivent s'abstenir de substituer leur décision à celle prise par les administrateurs qui ont usé de leur expertise commerciale pour évaluer les différentes considérations d'une affaire.

³⁷⁸ *BCE Inc. c. Détenteurs de débentures de 1976*, préc., note 160, par. 112.

Il est pertinent de rappeler que le demandeur doit établir un manquement à l'obligation de diligence des administrateurs qui leur a causé un préjudice.

Contrairement au droit américain, l'état du droit quant au standard de révision judiciaire au Canada ne fait pas de différence entre une décision prise dans un contexte de changement de contrôle, donc où un danger de conflit d'intérêts est omniprésent, et une décision prise dans le cours des activités normales d'une société. Les critères de la règle de l'appréciation commerciale semblent être les mêmes dans les deux situations. Cependant, il serait prudent pour un administrateur en conflit d'intérêts de divulguer sa position, voir de ne pas participer à la prise de décision. En pratique toutefois, dans le contexte d'un changement de contrôle, la divulgation d'un conflit d'intérêts est en quelque sorte illusoire, puisque dans la grande majorité des cas, les administrateurs se retrouvent en position potentiellement conflictuelle étant eux-mêmes des actionnaires ou porteurs d'options ou encore souhaitant simplement protéger leur poste au sein de la société.

De plus, en ce qui concerne les des parties prenantes, nous partageons l'opinion de M. Fraiberg à l'effet que les tribunaux feront preuve de déférence pour une décision des administrateurs qui tient compte des intérêts des parties prenantes, dans la mesure où cette décision se situe dans l'éventail des solutions raisonnables³⁷⁹. De même, nous croyons qu'il sera possible pour un conseil d'administration d'opter pour une solution raisonnable qui maximisera la valeur de la société pour les actionnaires, sans que cette décision soit oppressive ou révisée par le tribunal³⁸⁰.

³⁷⁹ *Id.*, par. 40.

³⁸⁰ D. FRAIBERG, « Fiduciary Outs and Maximizing Shareholder Value Following *BCE* », préc., note 310, 231.

CONCLUSION

Dans ce présent mémoire, nous avons effectué un survol des principes édictés par les tribunaux du Delaware, traditionnellement reconnus comme source de droit au Canada, dans le contexte d'une prise de contrôle.

Fort de cette mise en contexte, nous avons analysé l'évolution jurisprudentielle canadienne des devoirs des administrateurs d'une société dont un changement de contrôle est imminent. Nous nous sommes particulièrement intéressés aux arrêts *Peoples* et *BCE* où la Cour suprême du Canada, rompant avec le courant majoritaire qui préconisait la primauté des actionnaires, a appliqué la théorie des parties prenantes. Conformément à ce courant, le plus haut tribunal du Canada nous a enseigné que le conseil d'administration peut considérer notamment les intérêts notamment des actionnaires, des employés, des fournisseurs, des créanciers, des consommateurs, des gouvernements et de l'environnement. De plus, la Cour suprême du Canada, dans *BCE*, a indiqué que les intérêts des parties prenantes touchées par un changement de contrôle devaient être considérés par les administrateurs dans leur prise de décision.

Même si la Cour suprême du Canada a réitéré, dans *BCE*, la théorie de parties prenantes, initialement appliqué dans *Peoples*, il est impossible de conclure qu'elle a évacué la théorie de la primauté des actionnaires. Cet argument s'explique notamment du fait que le CSS et le conseil d'administration BCE s'étaient basés sur cette prémisse pour privilégier le plan d'arrangement proposé et que le plus haut tribunal du pays a donné son aval à cette opération. De plus, les conséquences de la mise en œuvre du plan d'arrangement étaient certes à l'avantage des actionnaires actuels de BCE. Dans son analyse, la Cour suprême du Canada a même poussé l'audace en tentant un rapprochement surprenant entre la théorie des parties prenantes et l'arrêt *Revlon* de la Cour suprême du Delaware.

Pour compléter cette étude, nous avons tenté de tracer une esquisse des gestes que les administrateurs doivent poser, dans le contexte d'un changement de contrôle, afin d'agir conformément à leurs devoirs de loyauté et de prudence et diligence, selon l'état actuel du droit au Canada.

En ce qui concerne la saga juridique de BCE, ironiquement, vu l'échec du test de solvabilité de BCE, les détenteurs de débentures se sont retrouvés en quelque sorte à avoir gain de cause dans ce litige. S'ils n'ont pu arriver à leurs fins en convainquant la Cour suprême du Canada du bien-fondé de leurs requêtes, les experts-comptables, eux, furent suffisamment préoccupés du taux d'endettement élevé de BCE pour refuser de rendre une opinion favorable à cette acquisition. Incidemment, nous pouvons nous demander si l'échec de cette opération n'est pas dans le meilleur intérêt de BCE, qui se serait retrouvée considérablement endettée pour affronter la crise économique qui s'en est suivie.

TABLE DE LA LÉGISLATION

Textes fédéraux

Avis 62-202 relatif aux mesures de défense contre une offre publique d'achat, Autorités canadiennes en valeurs mobilières, Bulletin hebdomadaire : 2003-07-18, Vol. XXXIV n 28

Énoncé de politique 15.1 – Politique du directeur à l'égard des arrangements pris en vertu de l'article 192 de la Loi Canadienne sur les sociétés par actions, Ottawa, Direction générale des corporations, politique interne 15.1, 1998

Loi spéciale de Bell Canada, S.C. 1880, c. 67, révisé

Loi canadienne sur les sociétés par actions, L.R.C. (1985), c. C-44, modifiée par la *Loi modifiant la Loi canadienne sur les sociétés par actions et la Loi canadienne sur les coopératives*, L.C. 2001, c.14, sanctionnée le 14 juin 2001 et entrée en vigueur le 24 novembre 2001

Loi sur la faillite et l'insolvabilité, L.R.C. 1985, c. B-3

Textes provinciaux

Business Corporations Act, S.B.C. 2002, c. 57

Code civil du Québec, L.Q. 1991, c.64

Loi sur les sociétés par actions, L.Q. 2009, c. 52

Loi sur le Régime de retraite des enseignants, L.R.O. 1990, c. T.1.

Textes américains

Sarbanes Oxley Act, P.L. 107-204 (H 3763) (30 juillet 2002)

BIBLIOGRAPHIE

MONOGRAPHIES, ÉTUDES ET DOCUMENTS DE TRAVAIL

AMERICAN LAW INSTITUTE, *Principles of Corporate Governance, Analysis and Recommendations*, St-Paul (Minnesota), American Law Institute Publisher, 1994

CLARK, R.C., « Corporate Governance Changes in the Wake of the Sarbanes-Oxley Act: A Morality Tale for Policymakers Too », John M. Olin Center for Law, Economics, and Business, Discussion Paper No. 525, Septembre 2005, en ligne : <http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/pdf/Clark_525.pdf>

CONDON, M.G., A.I. ANAND et J.P. SARRA, *Securities Law in Canada. Cases and Commentary*, Toronto, Emond Montgomery Publications, 2003

COUTURE, P., *Les difficultés de l'arrangement statutaire de la L.C.Q. et l'utilisation croissante de celui de la L.C.S.A.*, mémoire de maîtrise, Montréal, Faculté des études supérieures, Université de Montréal, 2007, en ligne : <<http://hdl.handle.net/1866/2639>>

CRÊTE, R. et S. ROUSSEAU, *Droit des sociétés par actions*, 2^e éd., Montréal, Les Éditions Thémis, 2008

DUFOUR, G., *Le Droit moderne des entreprises*, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 2008

INSIGHT, « L'obligation de « vérification diligente » et le devoir fiduciaire des administrateurs », travaux relatifs à la conférence de Montréal, le 28 février 1990

JOHNSTON, D. et K.D. ROCKWELL, *Canadian Securities Regulation*, 4^e Éd., Markham, LexisNexis Butterworth, 2006

KOEHNEN, M., *Oppression and Related Remedies*, Toronto, Thomson Carswell, 2004

LEGAULT, F. R., « Offre publique d'achat et d'échange (fusions et acquisitions). Guide pratique et encadrement réglementaire », dans *Développements récents en valeurs mobilières 2002*, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 2002

MARTEL M. et P. MARTEL, *La compagnie au Québec. Les aspects juridiques*, vol. 1, mise à jour no 78, septembre 2009

MOODY'S INVESTORS SERVICES, *Moody's Rating Symbols & Definitions*, 2009, en ligne : <<http://v3.moodys.com/sites/products/AboutMoodyRatingsAttachments/MoodysRatingSymbolsand%20Definitions.pdf>>

MORRITT D. S., S. L. BJORKQUIST et A. D. COLEMAN, *The Oppression Remedy*, Aurora, Canada Law Book (mise à jour en juillet 2009)

NICHOLLS, C. C., *Mergers and Acquisitions and Other Changes of Corporate Control*, collection Essentials of Canadian Law, Irwin Law, Toronto, 2007

PETERSON, D., *Shareholder Remedies in Canada*, 2^e Éd., mise à jour no 76, février 2008, LexisNexis

PROULX, O., *Le traitement des porteurs minoritaires dans un contexte transactionnel*, Montréal, Wilson & Lafleur, 2007

PURI, P. et LARSEN, J., *Corporate Governance and Securities Regulation in the 21st Century*, Markham, LexisnexisButterworths, 2004

REITER B., *Directors' Duties in Canada*, 4^e ed., Toronto, CCH Canada Limited

ROUSSEAU, S. et P. DESALLIERS, *Les devoirs des administrateurs lors d'une prise de contrôle. Étude comparative du droit du Delaware et du droit canadien*, Montréal, Éditions Thémis, 2007

ROUSSEAU, S., « Devoirs des administrateurs et des dirigeants », dans Jurisclasseur Québec, coll. « Droit des affaires », *Droit des sociétés*, fasc. 7, Montréal, LexisNexis Canada, feuilles mobiles

SARNA, L. et P. ALINCE, *Mergers and Acquisitions : A Canadian Legal Manual*, Markham, LexisNexisButterworths, mise à jour en mai 2009

STANDARD & POOR'S, *Corporate Rating Criteria 2008*, en ligne : <http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/fixedincome/corprate_criteria_2008.pdf>

YALDEN, R. et H.-P. GAGNON, « Fusion et acquisition d'une société par actions », dans JurisClasseur Québec, coll. « Droit des affaires », *Droit des sociétés*, fasc. 17, Montréal, LexisNexis Canada, feuilles mobiles

ARTICLE DE REVUE

ALLEN, W. T., J. B. JACOBS ET L.E. STRINE, « Function Over Form : A Reassessment of Standards of Review in Delaware Corporation Law », (2001) 56 *Bus. Law* 1287

ANAND, A. I., « Flexibility vs Certainty : The Law Relating to Arrangements after *BCE* », (2009) 48 *Can. Bus. L.J.* 174

BLOOMBERG, « BCE Holder Ontario Teachers' May Make Competing Bid », 17 avril 2007, en ligne :
<<http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601082&sid=aXU3p9RCYizg>>

CORCORAN, T., « Court should save *BCE* deal », National Post, 24 mai 2008, en ligne :
<<http://www.financialpost.com/scripts/story.html?id=af86485b-37d6-454d-a5fa-83cb763ab52d&k=23180>>

DOOLEY, M. P., « Two Models of Corporate Governance », (1992) 47 *Bus. Law*. 461

EISENBERG, M. A., « The Divergence of Standards of Conduct and Standards of Review in Corporate Law », (1993) 62 *Fordham L. Rev.* 437

FADEL, M., « *BCE* and the Long Shadow of American Corporate Law », (2009) 48 *Can. Bus. L.J.* 190

FRAIBERG, J. D., « Fiduciary Outs and Maximizing Shareholder Value Following *BCE* », (2009) 48 *Can. Bus. L.J.* 213

FRAIBERG, J.D. et R. YALDEN, « *Kerr v. Danier Leathers Inc.* : Disclosure, Deference and the Duty to Update Forward-Looking Information », (2006) 43 *Can. Bus. L.J.* 106

FRANCIS, C., « *Peoples Department Stores inc. v. Wise* : The Expanded Scope of Directors and Officers' Fiduciary Duties and Duties of Care », (2005) 41 *Can. Bus. L. J.* 175

GALWAY, J. et GANS, M., « La Cour suprême du Canada publie les motifs de sa décision dans *BCE* », 23 décembre 2008, en ligne :
<<http://www.blakes.com/french/view.asp?ID=2840>>

GRAY, W.D., « A Solicitor's Perspective on *Peoples* », (2005) 41 *Can. Bus. L.J.* 184

IACOBUCCI, E., « Directors' Duties in Insolvency : In Clarifying What is at Stake », 39 *Can. Bus. L.J.* 398

IACOBUCCI, E., « Indeterminacy and the Canadian Supreme Court's Approach to Corporate Fiduciary Duties », (2009) 48 *Can. Bus. L.J.* 232

LEON, J.S. et ARMSTRONG, S.J., « Business Judgment and Defensive Decision-Making: Directors and Officers Duties and Responsibilities after *Peoples* », *publication de Fasken Martineau DuMoulin LLP*, en ligne :
<<http://www.fasken.com/files/Publication/f6c57e93-41dd-4ccb-a1cf-edab27d2d8de/Presentation/PublicationAttachment/1bdf40b6-1f92-41e3-a4b0-aeffdb1aec59/BUSINESSJUDGMENT.PDF>>

MACINTOSH, J., « *BCE* and the People's Corporate Law: Learning to Live on Quicksand », (2009) 48 *Can. Bus. L.J.* 255

MACINTOSH, J., « Engine of wealth: *BCE* and shareholder rights », Part 1 et Part 2, *National Post*, les 9 et 10 juin 2008, en ligne :
<<http://network.nationalpost.com/np/blogs/fpcomment/archive/2008/06/10/engine-of-wealth-bce-and-shareholder-rights-part-2.aspx>>

MACINTOSH, J., « The End of Corporate Existence : Should Boards Act as Mediating Hierarchs » dans A. Anand et W. Flanagan, « The Corporation in the 21st Century: Proceedings of the 9th Annual Queen's Annual Business Law Symposium », Queen's University Press, Kingston, 2002

MACINTOSH, J., « The Peoples corporate law: unsafe at any speed », Part 1, *National Post*, 10 juin 2008; aussi publié sur le site de l'University of Toronto, en ligne :
<http://www.law.utoronto.ca/visitors_content.asp?itemPath=5/5/0/0/0&contentId=1752>

MANNING, B., « The Business Judgement Rule and the Directors' Duty of Attention : Time of Reality », (1984) 39 *Bus. Law.* 1477

MARTEL, P., « L'harmonisation de la Loi canadienne sur les sociétés par actions avec le droit civil québécois - Proposition de révision Les devoirs de prudence, de diligence et de compétence des administrateurs de sociétés par actions fédérales - impact du Code civil du Québec », (2008) 42 *R.J.T.* 235

MCNISH, J., « It all came down to the *Revlon* rule », *Globe and Mail*, 27 mai 2008

MILNES, R.E., « Acting in the Best Interests of the Corporation: To Whom Is This Duty Owed by Canadian Directors? The Supreme Court of Canada in the *BCE* Case Clarifies the Duty » (2009) 24 *B.F.L.R.* 601

MOODY'S INVESTORS SERVICE, « \$640 Billion & 640 Days Later: How Companies Sponsored by Big Private Equity Have Performed During the U.S. Recession », Rapport numéro 121005, Novembre 2009, en ligne : <<https://v3.moody.com>>

MOORE, J. A., « *BCE Inc. (Re)* : An Unexamined Question Considered », (2009) 48 *Can. Bus. L.J.* 273

NICHOLLS, C.C., « Governance, Mergers and Acquisitions, and Global Capital Markets », dans Janis SARRA, *Corporate Governance in Global Market*, Vancouver, UBC Press, 2003

O'NEILL, L.-M., « Peoples v. Wise – Genesis and Ramifications », (2005) Volume X1, no 1 *Corporate Liability Journal*, 642, en ligne :
<<http://www.dwpv.com/images/PeopleWiseGenesisAndRamifications.pdf#page=1&zoom=100>>

OGILVY RENAULT, « Les jugements BCE », 2008, en ligne :
<http://www.ogilvyrenault.com/fr/centreDeResources_9216.htm>

REGULY, E. et A. WILLIS, « U.S. equity firm stalks BCE, plots takeover », *The Globe and Mail*, 29 mars 2007, en ligne : <<http://www.theglobeandmail.com/report-on-business/article750485.ece>>

ROUSSEAU, S., « A case to be heard. The Supreme Court must clarify directors' duties in Canadian corporate law in the context of takeovers », *National Post*, 30 mai 2008, disponible en ligne :
<<http://network.nationalpost.com/np/blogs/fpcomment/archive/2008/05/30/a-case-to-be-heard.aspx>>

ROUSSEAU, S., « Sans frontières? Les devoirs des administrateurs de sociétés par actions à la lumière de la jurisprudence récente », [2006] 1 *C.P. du N.* 101

ROUSSEAU, S., « Directors' Duty of Care after Peoples: Would It Be Wise to Start Worrying about Liability », (2005) 41 *Can. Bus. L.J.* 223

ROUSSEAU, S., « Le rôle des tribunaux et du conseil d'administration dans la gouvernance des sociétés ouvertes : réflexion sur la règle du jugement d'affaires », (2004) 45 *C. de D.* 469

SHARMAN, B.S., « Being Informed Does Matter: Fine Tuning Gross Negligence Twenty Plus Years after Van Gorkom », (2006) 62 *Bus. Law.* 135

SHAW, R.A., « Merger and Acquisition Strategies », (1996) 34 *Alta. L. Rev.* 630

STEWART, M., « Why I intervened before the Supreme Court of Canada on behalf of BCE shareholders », *Financial Post*, 11 juin 2008, en ligne :
<<http://network.nationalpost.com/np/blogs/fpcomment/archive/2008/06/11/a-just-cause.aspx>>

THE ECONOMIST, « Sticking-plasters of the universe », 29 octobre 2009, en ligne :
<http://www.economist.com/businessfinance/displaystory.cfm?story_id=14753850>

TORY, J. C., « A Comment on BCE Inc. », (2009) 48 *Can. Bus. L.J.* 285

TORYS' LLP, « Supreme Court Makes it easier for Dirgruntled Investors to Sue Directors », 18 novembre 2004, en ligne :
<<http://www.torys.com/Publications/Documents/Publication%20PDFs/CM04-28T.pdf>>

TORYS' LLP, « Quebec Court of Appeal's *BCE* Decision May Affect Corporate Governance and Investor Communications », 23 mai 2008, en ligne :
<<http://www.torys.com/Publications/Documents/Publication%20PDFs/MA%202008-7.pdf>>

VEASEY E. N. et C. T. DI GUGLIELMO, « What Happened in Delaware Corporate Law and Governance from 1992-2004? A Retrospective on Some Key Developments » (2005), 153 *U. Pa. L. Rev.* 1399

YALDEN, R., « The *BCE* Decision : The Courts' Vision of the Corporation an its Implications for M&A Advisors », document remis dans le cadre de la 39^e Atelier en droit commercial et de la consommation, 15 octobre 2009

SITES INTERNET

Identification du site	Adresse du site :
BCE inc. :	< http://www.bce.ca >
Conseil de la radiodiffusion et des télécommunications canadiennes :	< http://www.crtc.gc.ca >
Financial Post :	< http://www.financialpost.com >
Ministère des finances du Canada :	< http://www.fin.gc.ca/fin-fra.asp >
Moody's :	< http://v3.moody.com >
National Post :	< http://www.nationalpost.com >
Ontario Teachers Pension Plan :	< http://www.otpp.com >
Standard and Poor's :	< http://www.standardandpoors.com >
The Globe and Mail :	> http://www.theglobeandmail.com >
US Securities and Exchange Commission :	< http://www.sec.gov >

TABLE DE LA JURISPRUDENCE

JURISPRUDENCE CANADIENNE

3396541 *Canada inc. c. Placements Mirok inc.*, REJB 2000-17313 (C.S.)

347883 *Alberta Ltd. c. Producers Pipelines Inc.*, (1991) 80 D.L.R. (4th) 359 (Alta C.A.)

820099 *Ontario Inc. c. Harold E. Ballard Ltd.* (1991), 3 B.L.R. (2d) 123 (C. Ont. (Div. gén.))

Act Enterprises Ltd. v. Cliger Construction Ltd., [2001] B.C.J. No. 1544 (B.-C. S.C.)

Addenda Capital inc. c. Bell Canada, 2008 QCCS 906

Aegon Capital Management Inc. c. BCE inc., [2008] R.J.Q. 1119 (C.S.)

Amoco Acquisition Co. v. Dome Petroleum Co., (1988) 40 B.L.R. (Alta C.A.)

Bank of Montreal c. Kuet Leong Ng, [1989] 2 R.C.S. 429

BCE inc. (Arrangement relatif à), [2008] R.J.Q. 1097 (C.S.)

BCE inc. (Arrangement relatif à), [2008] R.J.Q. 1298 (C.A.)

BCE inc. (Arrangement relative à), B.E. 2007BE-989 (C.S.)

BCE Inc. c. Détenteurs de débetures de 1976, [2008] 3 R.C.S. 560

Bell Canada et P.G. du Canada, n° 500-09-001410-828, 24 mars 1983 (C.A. Montréal)

Bell Canada et P.G. du Canada, J.E. 82-1113 (C.S.)

Big Bear Exploration Ltd (Re), (2000) A.R. 338 (Alta. Q.B.)

Brant Investments Ltd c. KeepRite, (1991) 1 B.L.R. (2d) 225 (Ont. C.A.)

Brassard c. Forget, 2010 QCCS 1530

Burnham v. Augen Gold Corp., 2010 ONSC 783

Canadian Jorez Limited c. Mannville Oil & Gas Ltd., (1992) 15 O.S.B.C. 527

Ceridian Canada Ltd. c. Labrecque, [2008] Q.J. No. 14590 (C.S.)

Computershare Trust Company of Canada v. Crystallex International Corporation, 2009 CanLII 71007 (Ont. S.C.)

- CIBC Mellon Trust Company c. Bell Canada*, [2008] R.J.Q. 1029 (C.S.)
- Computershare Trust Company of Canada c. Bell Canada*, 2008 QCCS 899
- Computershare Trust Company of Canada v. Crystallex International Corporation*, 2009 CanLII 71007 (Ont. S.C.)
- Corp. d'hébergement du Québec c. Gestion V.S.P. (1982) Inc.*, J.E. 2001-960 (C.S.)
- Courchesne c. Zarate*, J.E. 92-634 (C.A.)
- CW Shareholdings Inc. (Re)*, IN THE MATTER OF the Securities Act R.S.O. 1990, c. S.5, as amended AND IN THE MATTER OF CW Shareholdings Inc. and WIC Western International Communications Ltd., (1998), 21 OSCB 2899
- CW Shareholdings Inc. v. WIC Western International Communications Ltd.*, [1998] O.J. No. 1886 (Ont. Gen. Div.)
- Doucet v. Spielo Manufacturing Inc.*, [2009] N.B.J. No. 217 (N.-B. C.A.)
- Dovey c. Cory*, [1901] A.C. 477 (H.L.)
- First Choice Capital Fund Ltd. v. Saskatchewan (Director of Corporations)*, [1999] S.J. No. 529 (Sask. C.A.)
- First Marathon Inc. (Re)*, [1999] O.J. No. 2805 (Ont. S.C.)
- Ford Motor Co. of Canada v. Ontario Municipal Employees Retirement Board*, [2006] O.J. No. 27 (Ont. C.A.)
- Gentra Inc. (Re)*, (1993) O.J. 2078 (Ont. Ct.J. (Gen. Div.))
- Greenlight Capital Inc. v. Stronach*, [2006] O.J. No. 4353 (Ont. S.C.)
- Greenlight Capital Inc. v. Stronach*, [2008] O.J. No. 2749 (Ont. Div. Ct)
- Harbert v. Calpine Canada Energy Finance II ULC*, (2005), 7 B.L.R. (4th) 276 (N.S.S.C)
- Hercules Managements Ltd. c. Ernst & Young*, [1997] 2 R.C.S. 165
- Hollinger c. Prados-Hollinger*, 2009 QCCA 1004
- Houle c. Banque canadienne nationale*, [1990] 3 R.C.S. 122
- HSBC Bank Canada v. Dillon Holdings Ltd.*, [2005] O.J. No. 2331 (Ont. C.S.)
- Hu v. Sung*, [2009] O.J. No. 3373 (Ont. C.S.)
- Imperial Trust Co. v. Canbra Foods Ltd.*, (1987) 50 Alta. L.R. (2d) 275 (Alta. Q.B.)

In re Brazilian Rubber Plantations and Estates, Ltd., [1911] 1 Ch. 425

In re City Equitable Fire Insurance Co., [1925] 1 Ch. 407 (C.A.)

In the matter of Neo Material Technologies Inc. and Pala Investments Holdings Limited and its Wholly-owned Subsidiary 0833824 B.C. Ltd., 1er septembre 2009, en ligne : <<http://www.osc.gov.on.ca>>

K.L.B. c. Colombie-Britannique, [2003] 2 R.C.S. 403

Kerr c. Danier Leather Inc., [2007] 3 R.C.S. 331

Kerr v. Danier Leather Inc., [2005] O.J. No. 5388

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

Laflamme c. Prudential-Bache Commodities of Canada Ltd, [2000] 1 R.C.S. 638

Le Maître Ltd. v. Segeren, [2009] O.J. No. 634 (Ont. C.S.)

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

Magasins à rayons Peoples Inc. c. Caron, Bélanger, Ernst & Young Inc., [2003] R.J.Q. 796 (C.A.)

Magna International Inc. (Re), 2010 ONSC 4685

Maple Leaf Foods v. Schneider Corp., (1998) 1130 O.A.C. 253 (Ont. C.A.)

Marcel Oigny inc. c. Développement Robiro inc., [1997] R.R.A. 85 (C.A.)

McEwen v. Goldcorp Inc., [2006] O.J. No. 4265 (Ont. C.S.)

Molson inc. (Arrangement relatif à), J.E. 2005-241 (C.S.)

Northern Financial Corporation c. Jaguar Nickel inc., dossier n° 2006-021-01, dossier 2006-021, 30 octobre 2006, en ligne : <<http://www.bdrvm.com>>

Northern Financial Corporation c. Jaguar Nickel inc., dossier n° 2006-021-02, dossier 2006-021, 4 avril 2007, en ligne : <<http://www.bdrvm.com>>

Pacifica Papers Inc. v. Johnstone, (2001) 15 B.L.R. (3d) 249 (B.C. S.C.)

Palmer v. Carling O'Keefe Breweries of Canada Ltd. (1989) 67 O.R. (2d) 161 (Ont. Div. Ct.)

Pente Investment Management Ltd c. Schneider Corp., (1998) 1130 O.A.C 253

Pente Investment Management Ltd c. Schneider Corp., (1998) 40 B.L.R. (2d) 244 (Ont. Gen. Div.)

Peoples Department Stores Inc./Magasin à rayons Peoples inc. (Syndic de), J.E. 99-318 (C.S.)

PetroKhazakhstan Inc. v. Lukoil Overseas Kumkol B.V., (2005) 12 B.L.R. (4th) 128

Re Olympia & York Enterprises Ltd. and Hiram Walker Resources Ltd. et al, [1986] O.J. No. 679 (Ont. H.C.J.)

Re St. Lawrence & Hudson Railway Co., [1998] O.J. (Quicklaw) n° 3934 (Ont. Gen. Div.)

Rogers Communications Inc. v. MacLean Hunter Ltd., [1994] O.J. No. 408 (Ont. C.J.)

Samos Investments Inc. v. Pattison, (2000) 12 B.L.R. (3d) 181 (B.C.C.A.)

Samos Investments Inc. v. Pattison, (2000) 3 B.L.R. (3d) 283 (B.C.S.C.)

Société d'habitation des Vieilles Forges inc. c. Béliveau, 2006 QCCS 3742

Soper v. Canada, [1998] 1 C.F. 124 (CAF)

Stahlke v. Stanfield, 2010 BCSC 142

Stelco Inc. (Re), (2005) 2 B.L.R. (4th) 238 (C.A Ont.)

Sterling Centrecorp Inc. (Re), [2007] O.J. No. 3072 (Ont. S.C.)

Stern c. Imasco Ltd., [1999] O.J. No. 4235 (C.S.)

Tanenbaum Estate v. Tanjo Investments Ltd., [2009] O.J. No. 3792 (Ont. C.S.)

Teck Corp. c. Millar (1972), 33 D.L.R. (3d) 288 (C.S.C.-B.)

Trizec Corp. (Re), (1994), 21 Alta. L.R. (3d) 435, (Alta. Q.B.)

Ultra Petroleum Corp. (Re), [2000] Y.J. (Quicklaw) no 86 (Y.T.S.Ct.)

Ventas, Inc. v. Sunrise Senior Living Real Estate Investment Trust, [2007] O.J. No. 1083 (Ont. C.A.)

JURISPRUDENCE AMÉRICAINNE

- Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805 (Del. Supr. 1984)
- Barkan v. Amsted Indus., Inc.*, 567 A.2d 1279 (Del. 1989)
- Brehm v. Eisner*, 746 A.2d 244 (Del. Supr. 2000)
- Cede & Co. c Technicolor Inc.*, 634 A.2d 345 (Del. 1993)
- Emerald Partners v. Berlin*, 787 A.2d 85, 90 (Del. Supr. 2001)
- In Re Emerging Communications, Inc. v. Shareholders Litigation*, (2004) No. CIV.A. 16415 (Del. Ch.)
- In re Netsmart Technologies, Inc. Shareholder Litigation*, 924 A.2d 171, (Del. 2007)
- In Re the Mony Group Inc. Shareholder Litigation*, 852 A.2d 9 (Del. Ch. 2004)
- Mills Acquisition Co. v. MacMillan Inc.* 559 A. 2d 1261 (1989)
- Nixon v. Blackwell*, 626 A.2d 1366 (Del. 1993)
- Oil Corp. v. Levien*, 280 A.2d 717 (Del. Supr. 1971)
- Paramount Communications Inc. v. Time Inc.*, 571 A.2d 1140 (Del. 1990)
- Paramount Communications Inc. v. QVC Network Inc.*, 637 A.2d 34 (Del. 1994)
- Pogostin v. Rice*, 480 A.2d 619 (1984)
- Revlon Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986)
- Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858 (Del. Supr. 1985)
- The Walt Disney Company Derivative Litigation*, 2006 Del. LEXIS 307 (Del. Supr. Ct.)
- Unitrin v. American General Corp.*, 651 A.2d 1361 (Del. 1995)
- Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985)
- Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A. 2d 701 (Del. 1983)
- Wilmington Trust Co. v. Coulter*, 200 A.2d 441, 448 (Del. 1964)