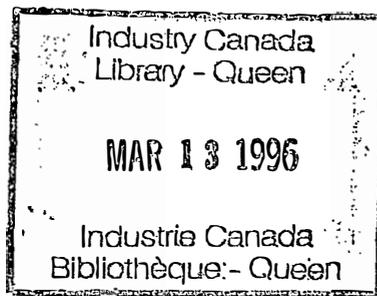


LA LOI CANADIENNE SUR LES SOCIÉTÉS PAR ACTIONS

DOCUMENT DE CONSULTATION

OFFRES D'ACHAT VISANT À LA MAINMISE



PARUTION : FÉVRIER 1996

TABLE DES MATIÈRES

SOMMAIRE	i
1. INTRODUCTION	1
2. CONTEXTE	2
A. QU'EST-CE QUE LES OFFRES D'ACHAT VISANT À LA MAINMISE ET POURQUOI SONT-ELLES RÉGLEMENTÉES?	2
B. ÉVOLUTION DE LA RÉGLEMENTATION DES OFFRES D'ACHAT VISANT À LA MAINMISE	5
3. RÉSULTATS DES CONSULTATIONS	6
4. ABROGATION DES DISPOSITIONS DE LA LCSA SUR LES OFFRES D'ACHAT VISANT À LA MAINMISE	7
A. ARGUMENTS EN FAVEUR DE L'ABROGATION DES DISPOSITIONS DE LA LCSA SUR LES OFFRES D'ACHAT VISANT À LA MAINMISE	7
B. ARGUMENTS EN FAVEUR DU MAINTIEN DES DISPOSITIONS DE LA LCSA SUR LES OFFRES D'ACHAT VISANT À LA MAINMISE	9
C. RECOMMANDATION	12
5. PROPOSITIONS DE MODIFICATION DES DISPOSITIONS DE LA LCSA SUR LES OFFRES D'ACHAT VISANT À LA MAINMISE	13
A. SEUIL RELATIF AUX OFFRES D'ACHAT VISANT À LA MAINMISE	13
B. DÉCLARATION D'AVERTISSEMENT RAPIDE	16
C. DÉFINITION D'«OFFRE DE L'ÉMETTEUR»	21
D. DISPENSE RELATIVE AUX OFFRES DE L'ÉMETTEUR	23
E. DISPENSE RELATIVE AUX CONVENTIONS DE GRÉ À GRÉ	25
F. DISPENSE RELATIVE AUX SOCIÉTÉS FERMÉES	28

G.	DISPENSE RELATIVE AUX «ACHATS DANS LE COURS NORMAL»	29
H.	DÉFINITION DE «POLLICITATION»	31
I.	DÉFINITION DE «POLLICITANT»	32
J.	PROLONGATION DE LA PÉRIODE MINIMALE D'UNE OFFRE ET AUTRES QUESTIONS DE DÉLAIS	34
K.	AVIS DE RÉVOCATION DU DÉPÔT D' ACTIONS	38
L.	ACTIONS VENDUES PAR LE POLLICITANT AU COURS DE L'OFFRE	39
M.	AVIS DE CHANGEMENT DANS LES RENSEIGNEMENTS : CIRCULAIRES	41
N.	AVIS DE MODIFICATION : CONDITIONS DE L'OFFRE	42
O.	PÉRIODES D'INTÉGRATION	44
P.	ACQUISITIONS FORCÉES	46
Q.	SEUIL DES ACQUISITIONS FORCÉES	47
R.	DISPENSE DES DISPOSITIONS SUR LES OFFRES D'ACHAT VISANT À LA MAINMISE	49
S.	CONVERSION D'UNE OFFRE POUR TOUTES LES ACTIONS EN UNE OFFRE PARTIELLE	50
T.	TRANSMISSION DE RENSEIGNEMENTS AUX NON-RÉSIDENTS EN CAS D'OFFRE D'ACHAT VISANT À LA MAINMISE	51
U.	CHANGER CERTAINES EXPRESSIONS FRANÇAISES POUR DES EXPRESSIONS PLUS RÉPANDUES	52
V.	PRISES DE CONTRÔLE ADOSSÉES	54
W.	AMENDES ET PEINES RELATIVES AUX OFFRES D'ACHAT VISANT À LA MAINMISE	59

6.	MESURES DE DÉFENSE	60
A.	DEVOIRS FIDUCIAIRES DES ADMINISTRATEURS : OFFRE D'ACHAT HOSTILE VISANT À LA MAINMISE	63
B.	CODE D'ÉTHIQUE : OFFRE D'ACHAT HOSTILE VISANT À LA MAINMISE	72
7.	RÉSUMÉ ET CONCLUSION	75

SOMMAIRE

OFFRES D'ACHAT VISANT À LA MAINMISE

De façon générale, l'offre d'achat visant à la mainmise est soumise à la totalité ou à la plupart des actionnaires en vue d'acquérir des actions d'une société visée (pollicitée) à la suite de laquelle le pollicitant, s'il réussit, acquerra suffisamment d'actions pour contrôler la société visée. Les offres d'achat visant à la mainmise constituent un mécanisme important du marché au moyen duquel une personne peut chercher à remplacer une direction d'entreprise jugée inefficace par une autre qui est plus compétente. Ainsi, ces offres peuvent se révéler utiles pour l'affectation de ressources à des emplois plus productifs. L'objectif premier des dispositions de la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* (LCSA) sur les offres d'achat visant à la mainmise, c'est d'assurer aux diverses parties concernées — les actionnaires, le pollicitant et la société visée — la protection adéquate de leurs droits et de leurs intérêts.

Le présent document a pour objectif de susciter un débat sur les propositions de modification des dispositions de la LCSA qui portent sur les offres d'achat visant à la mainmise, dont la possibilité d'abroger ces dispositions. Le document examine des moyens qui permettraient d'améliorer la réglementation des offres d'achat visant à la mainmise au Canada en plus d'étudier quelle forme pourrait prendre une contribution appropriée de la LCSA à cette réglementation.

Cependant, les recommandations et options que contient le présent document ne constituent nullement la version finale des changements qui seront apportés aux dispositions de la LCSA sur les offres d'achat visant à la mainmise. Elles représentent l'état actuel de la pensée sur ce sujet mais ne constituent nullement une politique du gouvernement ou du ministère. Ce document, ainsi que les consultations qui suivront, a pour but de susciter l'expression d'opinions, de la part du public, sur la réglementation des offres d'achat visant à la mainmise en vertu de la LCSA.

Abrogation possible des dispositions de la LCSA sur les offres d'achat visant à la mainmise

Au cours des consultations préliminaires qu'entreprenait Industrie Canada en 1994, les parties concernées par la LCSA suggéraient deux grandes directions que pourraient prendre les modifications :

1. éliminer la partie de la LCSA sur les offres d'achat visant à la mainmise et laisser aux lois provinciales sur les valeurs mobilières le soin de les réglementer;
2. modifier la LCSA de façon à l'harmoniser avec les lois provinciales et l'améliorer par rapport à ces lois là où cela est possible.

L'argument principal qui milite en faveur de l'abrogation de ces dispositions réside dans le fait que cela permettrait de réduire la double réglementation sur ce sujet. Les lois provinciales prévoient des codes détaillés, soigneusement rédigés et complets qui réglementent les offres d'achat visant à la mainmise de sociétés ouvertes. La portée combinée de ces diverses lois provinciales permet de couvrir la quasi-totalité, sinon la totalité, des offres qui portent sur des sociétés ouvertes de régime fédéral.

Cependant, lors d'une offre d'achat visant à la mainmise, les parties concernées auraient quand même à se conformer, selon toute vraisemblance, aux dispositions des lois des provinces et des territoires étrangers où résident suffisamment d'actionnaires visés par l'offre. Les économies qui résulteraient de l'élimination des dispositions de la LCSA pourraient donc ne pas être très substantielles.

De plus, le problème de la double production de rapports pourrait se régler au moyen de dispenses globales qu'accorderait, le cas échéant, le directeur nommé en vertu de la LCSA. Cela permettrait d'éliminer dans une bonne mesure la double production de rapports et de réglementer néanmoins les sociétés de régime fédéral qui ne seraient pas assujetties aux dispositions législatives provinciales sur les offres d'achat visant à la mainmise. Cependant, il est permis de se demander s'il vaut la peine de maintenir les obligations de la LCSA qui se rattachent aux offres d'achat visant à la mainmise si le directeur nommé en vertu de la LCSA dispensait de ces obligations la grande majorité de ces offres.

Dans le document, il est recommandé de conserver et de mettre à jour les dispositions sur les offres d'achat visant à la mainmise que contient la LCSA en fonction des propositions qui sont faites dans le reste du document.

Propositions de modification des dispositions de la LCSA sur les offres d'achat visant à la mainmise

Si les dispositions de la LCSA sur les offres d'achat visant à la mainmise sont conservées, il est nécessaire d'envisager leur mise à jour. Le document présente des propositions de modification concernant 23 dispositions, qui permettent dans une large mesure de les harmoniser avec celles des lois provinciales sur les valeurs mobilières. Certaines des questions les plus importantes portent sur le seuil relatif aux offres d'achat visant à la mainmise, sur la déclaration rapide, sur le prolongement, de 21 à 45 jours, de la période minimale d'une offre et sur les acquisitions forcées.

Pour ce qui concerne le seuil relatif aux offres d'achat visant à la mainmise, la LCSA et les lois provinciales sur les valeurs mobilières ont recours à un seuil numérique pour définir le moment où est atteint le contrôle effectif d'une société. À l'heure actuelle, les dispositions sur les offres d'achat visant à la mainmise de la LCSA s'appliquent si un pollicitant, après avoir fait une offre sur les actions d'une société visée, acquérait le contrôle

ou la propriété de 10% ou plus de toute catégorie d'actions de la société visée. Les principaux arguments qui militent en faveur de la hausse du seuil prévu par la LCSA au seuil de 20% réside dans le fait que cette hausse permettrait une plus grande harmonisation avec les lois provinciales sur les valeurs mobilières et que le seuil de 20% est plus approprié pour le Canada. Toutes les lois provinciales sur les valeurs mobilières qui contiennent des dispositions sur les offres d'achat visant à la mainmise ont actuellement un seuil de 20%. Dans le document, il est recommandé de hausser le seuil à 20%.

L'augmentation du seuil à 20% pourrait, dans certains cas, retarder l'accessibilité d'informations primordiales pour les actionnaires et, potentiellement, mettre en péril leur situation de propriétaire en permettant à des tiers d'acquérir des participations importantes sans qu'ils ne le sachent. Pour régler ce problème, les lois provinciales possèdent des **dispositions de déclaration rapide**. Le document examine le caractère approprié de l'ajout d'obligations de déclaration rapide à la LCSA et recommande de ne pas en ajouter parce que cela constituerait dans une large mesure un double emploi avec les obligations que contiennent les lois provinciales. Dans le document, il est également tenu compte des récents arguments voulant que le seuil relatif à la déclaration rapide soit ramené de 10 à 5% afin d'accroître l'ampleur de l'information qui est accessible aux autorités réglementaires et au public.

Sur la question de savoir s'il faut prolonger la **période minimale d'offre**, le document fait ressortir que cela entraîne certaines difficultés pour les sociétés assujetties à la LCSA parce que les lois provinciales sur les valeurs mobilières et la LCSA ne précisent pas les mêmes délais et parce que les actionnaires et les administrateurs peuvent ne pas disposer de suffisamment de temps pour bien analyser une offre. Dans le document, il est proposé de prolonger la période minimale d'offre à 45 jours, en plus d'un certain nombre d'autres modifications aux périodes précisées dans les règles sur les offres d'achat visant à la mainmise.

Dans le document, on soulève la question de savoir s'il faut modifier la LCSA de façon à accorder aux actionnaires minoritaires le droit, dans certaines situations, de forcer une société à acquérir leurs actions. Le pollicitant qui acquiert 90% des actions en circulation d'une catégorie a le droit, en vertu du par. 206(2) de la LCSA, d'acquérir les actions qui restent. Ce droit d'acquisition oblige les actionnaires dissidents à vendre leurs actions et permet à l'actionnaire majoritaire de «transformer la société ouverte en société fermée». Cependant, la loi actuelle n'a aucune disposition relative au cas où un pollicitant décide de ne pas acquérir ces actions restantes. Certains actionnaires pourraient être laissés dans une position extrêmement précaire puisque leurs actions ne sont plus cotées ou que leur marché est peu liquide. Ce groupe d'actionnaires minoritaires est également peu susceptible d'avoir une influence significative sur la direction de la société. Dans le document, il est proposé d'adopter un **droit d'acquisition forcée**.

Mesures de défense

En dernier lieu, le document étudie l'une des questions les plus controversées que soulèvent les offres d'achat hostile visant à la mainmise : le rôle approprié des gestionnaires de la société visée et les tactiques qu'ils peuvent utiliser afin de répondre à une offre hostile. De nombreuses mesures de défense, avec des noms aussi exotiques que pilule empoisonnée, parachute doré et chevalier blanc, ont été mises en oeuvre. Leurs caractéristiques communes résident dans le fait que la direction de l'entreprise, en recourant aux vastes pouvoirs et, bien souvent, aux énormes ressources mises à sa disposition, agit de façon à empêcher la réussite d'une offre réelle ou potentielle. Par exemple, la mesure de défense la plus courante, la pilule empoisonnée, rendrait extrêmement difficile et coûteuse à un pollicitant hostile l'obtention du contrôle de la société visée sans la collaboration de sa direction.

Plusieurs théories ont été mises de l'avant sur l'utilisation et les répercussions des mesures de défense. L'une de ces théories veut que les mesures de défense sont bénéfiques puisqu'elles permettent aux gestionnaires de se concentrer sur l'exploitation de la société et de la gérer dans une perspective à long terme. Une deuxième théorie veut que les gestionnaires se servent des mesures de défense afin de se retrancher. Une troisième théorie veut que les mesures de défense servent principalement à accroître le pouvoir de négociation de la direction advenant une offre d'achat visant à la mainmise.

Le document examine la question de savoir si les devoirs fiduciaires des administrateurs devraient être redéfinis et/ou si on ne devrait pas adopter un code d'éthique. Pour ce qui est des devoirs fiduciaires, le document recommande de ne pas changer la loi au niveau de la définition de ces devoirs. On devrait laisser aux tribunaux le soin de définir les notions de ce qui constitue l'intérêt véritable d'une société dans les situations d'offres d'achat hostiles visant à la mainmise. Cependant, il est recommandé dans le document d'adopter un code d'éthique qui serait lié à la LCSA et qui réglerait la conduite de la direction dans le cas d'offres d'achat hostiles visant à la mainmise, de telle façon que :

- a) les mesures de défense anticipées seraient nulles à moins d'être approuvées par une majorité des actionnaires;
- b) les mesures de défense anticipées seraient nulles à moins d'être reconfirmées chaque année par les actionnaires;
- c) les mesures de défense adoptées relativement à une ou des offres particulières d'achat visant à la mainmise devraient être approuvées par un comité d'administrateurs indépendants et par les actionnaires dès que raisonnablement possible et, dans tous les cas, au plus tard à la prochaine assemblée annuelle ou spéciale des actionnaires; et
- d) une résolution des actionnaires approuvant une mesure de défense ne devrait pas être liée à une autre mesure (par exemple, un dividende extraordinaire).

LA LOI CANADIENNE SUR LES SOCIÉTÉS PAR ACTIONS

LES OFFRES D'ACHAT VISANT À LA MAINMISE

1. INTRODUCTION

[1] Le présent document a pour objectif de susciter un débat sur les propositions de modification des dispositions de la *Loi canadienne sur les sociétés par actions*¹ («LCSA») qui portent sur les offres d'achat visant à la mainmise, dont la possibilité d'abroger ces dispositions.²

[2] Le document passe en revue :

- la raison d'être de la réglementation gouvernementale des offres d'achat visant à la mainmise;
- les suggestions de modification qu'ont présenté les participants lors de la série initiale de consultations;
- les arguments en faveur et en défaveur de l'abrogation des dispositions de la LCSA sur les offres d'achat visant à la mainmise;
- les propositions d'actualisation des dispositions de la LCSA sur les offres d'achat visant à la mainmise, advenant leur maintien; et
- la question des mesures de défense en cas d'offres d'achat visant à la mainmise.

¹ L.R.C. (1985), ch. C-44, en sa version modifiée.

² Le présent document de consultation est fondé sur un certain nombre de documents de base qui avaient été commandés.

Les services du cabinet Stikeman, Elliott, avocats, avaient été retenus afin d'examiner les dispositions de la LCSA sur les offres d'achat visant à la mainmise. Le document, préparé par William J. Braithwaite, est intitulé «Evaluation Report on the Take-over Bid Provisions of the Canada Business Corporations Act» et il a été achevé en mars 1995.

Les services de la professeure Raymonde Crête de la Faculté de droit de l'Université Laval avaient été retenus afin de comparer la LCSA et les lois provinciales sur les valeurs mobilières. Son rapport, intitulé «Comparison of the Canada Business Corporations Act with Provincial Securities Legislation», a été achevé en août 1994.

Les services de Warren Grover du cabinet Blake, Cassels and Graydon avaient été retenus afin d'examiner les questions reliées aux offres d'achat visant à la mainmise. Voici certains des rapports produits : «Proposed Amendments to Part XVII of the CBCA - Take-over Bids» (mars 1990); «The Take-over Bid Threshold» (novembre 1990); et «Defensive Tactics: Management's Role in the Face of a Take-over Bid» (novembre 1990).

[3] Le document de consultation a pour finalité d'examiner des moyens qui permettraient d'améliorer la réglementation des offres d'achat visant à la mainmise au Canada, ainsi que la forme que pourrait prendre une contribution appropriée de la LCSA à cette réglementation. Une des considérations porte sur l'avantage qu'offre la réglementation des offres d'achat visant à la mainmise découlant de la LCSA par rapport au fardeau réglementaire qu'elle fait peser sur ceux qui sont assujettis à ses dispositions. Une autre considération, qui a également pour objectif de réduire la réglementation non nécessaire, est d'harmoniser encore plus avant les règles de la LCSA avec celles qui découlent des lois provinciales sur les valeurs mobilières. Cependant, certaines des recommandations du document s'écartent effectivement des dispositions actuelles que l'on trouve dans les lois provinciales sur les valeurs mobilières et sur les sociétés. Chaque fois que nous l'avons fait, c'est parce que nous avons estimé que les dispositions de la LCSA sur les offres d'achat visant à la mainmise étaient en mesure, si elles étaient maintenues, de constituer une amélioration par rapport aux lois provinciales existantes.

[4] Les recommandations et options que contient le présent document ne constituent nullement la version finale des changements qui seront apportés aux dispositions de la LCSA sur les offres d'achat visant à la mainmise. Elles représentent l'état actuel de la pensée sur ce sujet et ne constituent nullement une politique du gouvernement ou du ministère. Ce document, ainsi que les consultations qui suivront, a pour but de susciter de la part du public l'expression d'opinions sur la réglementation des offres d'achat visant à la mainmise en vertu de la LCSA.

2. CONTEXTE

A. QU'EST-CE QUE LES OFFRES D'ACHAT VISANT À LA MAINMISE ET POURQUOI SONT-ELLES RÉGLEMENTÉES?

[5] De façon générale, l'offre d'achat visant à la mainmise s'adresse à la totalité ou à la plupart des actionnaires en vue d'acquérir des actions d'une société à la suite de laquelle le pollicitant, s'il réussit, acquerra suffisamment d'actions pour contrôler la société visée. La définition complète d'«offre d'achat visant à la mainmise» qui se trouve dans la LCSA est quelque peu plus complexe et s'énonce comme suit :

La pollicitation, y compris celle que fait une société émettrice de racheter ses propres actions, mais à l'exception des offres franches, que fait presque simultanément un pollicitant à des actionnaires en vue d'acquérir des actions qui, avec celles dont ce

pollicitant et les personnes de son groupe ou avec lesquelles il a des liens ont, même indirectement, le contrôle ou la propriété effective, représentent plus de dix pour cent des actions d'une catégorie émises par la société pollicitée.³

[6] Les offres d'achat visant à la mainmise constituent l'un des mécanismes au moyen duquel peut se réaliser un transfert ou un changement dans le contrôle d'une société. Pour cette raison, les offres d'achat visant à la mainmise constituent un mécanisme important du marché au moyen duquel une personne, à qui le rendement d'une société semble inférieur à son potentiel, peut chercher à remplacer une direction inefficace par une équipe plus compétente.⁴ Partant, ces prises de contrôle peuvent se révéler utiles pour l'affectation des ressources à des emplois plus productifs.

[7] L'objectif premier des dispositions de la LCSA sur les offres d'achat visant à la mainmise, c'est d'assurer aux diverses parties concernées – les actionnaires, le pollicitant et la société visée – la protection adéquate de leurs droits et de leurs intérêts. Par exemple, l'un des objectifs de ces dispositions est de protéger les intérêts véritables des actionnaires de la société pollicitée (la société «visée»). Cependant, les efforts de protection des actionnaires doivent être en harmonie avec le désir de ne pas créer d'obstacles indus aux éventuels offrants. Le gouvernement, par sa réglementation, s'efforce d'assurer un déroulement équitable et ordonné des offres d'achat visant à la mainmise grâce à un cadre qui fixe les droits et obligations des parties concernées. Il y arrive par divers moyens, dont, notamment, les suivants :

³ Art. 194 de la LCSA.

⁴ Ce n'est pas le seul motif qui inciterait un pollicitant à tenter de prendre le contrôle d'une société. En voici d'autres :

. SYNERGIE : Le pollicitant estime que le regroupement de son entreprise et de la société visée se traduirait par une imbrication telle de l'actif et du personnel des deux entreprises que la valeur combinée des deux serait plus grande que si elles demeuraient séparées (gain synergique).

. POUVOIR SUR LE MARCHÉ : Le pollicitant estime que le regroupement de la société visée et de son entreprise aurait pour effet d'affaiblir la concurrence et d'accroître leur pouvoir sur le marché.

. CONSIDÉRATIONS FISCALES : Le regroupement de deux sociétés peut se traduire par des avantages fiscaux lorsque, par exemple, la société visée présente des pertes qu'elle ne pourra utiliser dans un avenir assez rapproché et que la société pollicitante fait des bénéfices.

. SOUS-ÉVALUATION : Le pollicitant estime que le marché sous-évalue les actions de la société visée et qu'elles vont s'apprécier.

. PILLAGE : Le pollicitant estime qu'en vendant les éléments d'actif de la société visée, il touchera plus que le prix qu'il a payé pour la totalité de la société. De fait, il s'agit d'un cas particulier du motif de sous-évaluation.

. CONSTITUTION DE FIEF : Le pollicitant, ou sa direction, veut acquérir la société visée afin d'accroître la taille de la société pollicitante et de bénéficier de l'accroissement du prestige ou de la rémunération que l'acquisition pourrait apporter.

- en exigeant des renseignements, pertinents à la décision d'accepter ou de refuser l'offre, qui doivent être transmis aux actionnaires à qui est soumise une offre d'achat visant à la mainmise (pollicités);
- en s'assurant que les pollicités disposent de suffisamment de temps pour évaluer les renseignements transmis et prendre une décision éclairée;
- en exigeant qu'il soit transmis au conseil d'administration de la société visée des renseignements pertinents à sa décision de recommander l'acceptation ou le refus de l'offre;
- en s'assurant que le conseil d'administration de la société visée dispose de suffisamment de temps pour évaluer l'offre d'achat visant à la mainmise;
- en s'assurant que l'offre soit soumise à tous les actionnaires qui détiennent les actions visées; et
- en exigeant que les actionnaires bénéficient d'une égalité de traitement à la fois en ce qui concerne le prix offert et le pourcentage de leurs actions qui sera pris en livraison advenant une offre partielle sursouscrite.

[8] Les dispositions de la LCSA sur les offres d'achat visant à la mainmise s'appliquent à toutes les sociétés ouvertes ou qui comptent plus de 15 actionnaires. À cet égard, les pollicitants qui souhaitent faire une offre d'achat visant à la mainmise d'une société de régime fédéral pourraient être assujettis non seulement aux dispositions de la LCSA, mais également aux lois provinciales sur les valeurs mobilières⁵ dans les territoires où les titres de la société visée de régime fédéral se négocient.⁶

[9] Il existe des mesures (par exemple, les pilules empoisonnées) destinées à faire échec aux offres d'achat visant à la mainmise qui ne sont pas désirées ou à procurer à la direction de la société plus de temps pour analyser l'offre et, le cas échéant, à rechercher d'autres

⁵ Les lois provinciales sur les valeurs mobilières réglementent les prises de contrôle de sociétés ouvertes. Cependant, la LCSA couvre également les offres d'achat visant à la mainmise portant sur certaines sociétés fermées comptant plus de 15 actionnaires, ce que ne couvre pas les lois provinciales.

⁶ Les lois provinciales sur les valeurs mobilières ont une portée plus grande que la LCSA du point de vue de leur application aux offres d'achat visant à la mainmise puisqu'elles régissent le commerce de toute valeur mobilière non pas simplement celui des actions. La définition de «valeur mobilière» est beaucoup plus large que celle d'«action». Une «valeur mobilière» comprend tout aussi bien les titres d'emprunt que les actions et, en vertu de certaines lois sur les valeurs mobilières, comprend également les ententes de participation aux bénéfices.

offrants.⁷ De tels dispositifs se nomment des «mesures de défense». La partie XVII de la LCSA (Offres d'achat visant à la mainmise) ne régleme nte pas à l'heure actuelle les mesures de défense. Cependant, les devoirs fiduciaires des administrateurs s'appliquent aux mesures qu'ils prennent en réaction aux offres d'achat visant à la mainmise⁸ et les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) ont adopté à cet effet l'*Instruction générale canadienne n° 38*. Cette instruction, qui protège les intérêts des actionnaires, fait ressortir les principes généraux qui guident les autorités réglementaires dans leur évaluation du caractère approprié d'une mesure de défense.

B. ÉVOLUTION DE LA RÉGLEMENTATION DES OFFRES D'ACHAT VISANT À LA MAINMISE

[10] Les dispositions sur les offres d'achat visant à la mainmise que contient la LCSA apparaissent pour la première fois en 1970 sous forme de modifications à la *Loi sur les corporations canadiennes*⁹ (LCC). En 1975, les dispositions de la LCC sur les offres d'achat visant à la mainmise étaient en grande partie transportées dans la LCSA. Ces dispositions avaient été conçues à l'origine de façon à s'harmoniser avec celles que contenait la *Loi sur les valeurs mobilières*¹⁰ de l'Ontario (LVMO) et les diverses autres lois provinciales sur les valeurs mobilières.¹¹ Toutefois, depuis qu'elle a été édictée, la LVMO a été modifiée à nombreuses reprises afin de l'adapter à l'évolution du droit dans le domaine des prises de contrôle, des marchés de valeurs et du monde des affaires au pays et à l'étranger. À l'opposé, il y a maintenant 25 ans que les dispositions de la LCSA sur les offres d'achat visant à la mainmise n'ont pas fait l'objet d'une mise à jour. Il s'ensuit que ces dispositions sont maintenant désuètes et ne cadrent plus avec les lois provinciales.

⁷ Pilule empoisonnée : en général, la pilule empoisonnée est un dispositif qui permet à une société visée d'émettre des actions nouvelles à un prix fortement en-dessous du cours aux actionnaires existants - sauf l'offrant - de telle sorte que la prise de contrôle devienne parfaitement prohibitive. On appelle également pilule empoisonnée les régimes de droits des actionnaires.

⁸ Art. 122 de la LCSA.

⁹ S.R.C., 1970, chap. C-32.

¹⁰ L.R.O., 1990, chap. S.5.

¹¹ Les lois suivantes sur les valeurs mobilières réglementent également les offres d'achat visant à la mainmise :

Colombie-Britannique (BCSA), S.B.C., 1985, chap. 83;
Alberta (ASA), R.S.A., 1981, chap. S-6.1;
Manitoba (LVMM), L.R.M., 1988, chap. S50;
Nouvelle-Écosse (NSSA), R.S.N.S., 1989, chap. 418;
Terre-Neuve (NSA), R.S.N., 1990, chap. S-13;
Québec (LVMQ), L.R.Q., chap. V-1.1; et
Saskatchewan (SSA), S.S., 1988, chap. S-42.2.

[11] Depuis un certain nombre d'années, les provinces – plus particulièrement le Québec, l'Ontario, la Colombie-Britannique et l'Alberta – se sont efforcées d'harmoniser leurs lois sur les valeurs mobilières. L'adoption des Instructions générales canadiennes par les ACVM constitue la preuve de ces efforts d'harmonisation accrue.¹² Les autorités en matière de droit des sociétés et des valeurs mobilières se voient aujourd'hui pressées d'harmoniser leurs lois étant donné la mondialisation des marchés financiers, laquelle entraîne la nécessité d'une plus grande harmonisation des lois canadiennes avec celles des principaux partenaires économiques du Canada.

3. RÉSULTATS DES CONSULTATIONS

[12] Au cours des consultations préliminaires que réalisait Industrie Canada en 1994, les parties concernées par la LCSA suggéraient deux grandes directions que pourraient prendre les modifications :

1. Éliminer la partie de la LCSA sur les offres d'achat visant à la mainmise et laisser aux lois provinciales sur les valeurs mobilières le soin de les régler.
2. Modifier la LCSA de façon à l'harmoniser avec les lois provinciales et l'améliorer par rapport à ces lois, là où cela est possible. De façon plus précise :
 - définir plus clairement ce qu'est une «offre d'achat visant à la mainmise»;
 - hausser le seuil relatif aux offres d'achat visant à la mainmise de 10 à 20 pour cent;
 - introduire une «déclaration d'intention» destinée aux investisseurs institutionnels qui dépassent le seuil relatif aux offres d'achat visant à la mainmise;
 - permettre au directeur nommé en vertu de la LCSA d'octroyer des dispenses vis-à-vis des dispositions sur les offres d'achat visant à la mainmise, attribution qui serait analogue au pouvoir de dispense de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario;

¹² Se reporter à l'instruction suivante pour une illustration de cet effort de collaboration dans la normalisation de la réglementation des offres d'achat visant à la mainmise : Instruction générale canadienne n°38 des ACVM : Mesures de défense contre une offre publique.

- introduire un dispositif de déclaration d'avertissement rapide, si le seuil est haussé à 20 pour cent, de façon à ce que la LCSA soit conséquente avec celle d'autres ressorts, comme l'Ontario;
- transmettre l'information relative aux offres d'achat visant à la mainmise à des non-résidents;
- faire concorder les délais dans les cas d'offres de prise de contrôle partielle comme totale;
- prolonger le délai minimum accordé aux pollicités pour déposer leurs actions de façon à leur accorder plus de temps pour étudier l'offre d'achat visant à la mainmise; et
- éliminer les dispenses relatives aux conventions de gré à gré lorsque la structure du capital social de la société présente plusieurs catégories d'actions.¹³

4. ABROGATION DES DISPOSITIONS DE LA LCSA SUR LES OFFRES D'ACHAT VISANT À LA MAINMISE

[13] Ainsi que nous le mentionnons plus haut, les résultats des consultations de 1994 laissent voir que nombre de personnes sont d'avis que les dispositions de la LCSA sur les offres d'achat visant à la mainmise devraient être abrogées. Dans la présente section, nous examinons les arguments en faveur et en défaveur de l'abrogation de ces dispositions et nous soumettons une recommandation préliminaire.

A. ARGUMENTS EN FAVEUR DE L'ABROGATION DES DISPOSITIONS DE LA LCSA SUR LES OFFRES D'ACHAT VISANT À LA MAINMISE

[14] L'argument principal qui milite en faveur de l'abrogation de ces dispositions réside dans le fait que cela permettrait de réduire la double réglementation sur ce sujet. Les lois provinciales sur les valeurs mobilières prévoient des codes détaillés, soigneusement rédigés et

¹³ Une société possède un capital social à structure variable lorsque les droits de vote, le droit de recevoir des dividendes et le droit au partage du reliquat des biens après la dissolution varient en fonction de la catégorie d'actions (par. 24(4) de la LCSA). Toutefois, dans la situation présentée ci-dessus, les intervenants semblent se reporter à la situation où la structuration des droits de vote varie de catégorie en catégorie de telle sorte qu'une catégorie d'actions que détiennent des actionnaires dominants est assortie d'un pouvoir délibératif supérieur (par exemple, une catégorie donne droit à un vote par action, une autre à 500 votes par action).

complets qui réglementent les offres d'achat visant à la mainmise de sociétés ouvertes. La portée combinée de ces diverses lois provinciales permet de couvrir, dans une large mesure, la quasi-totalité des offres qui portent sur des sociétés ouvertes de régime fédéral, si ce n'est toutes ces offres. Ce n'est que lorsque tous les actionnaires pollicités d'une société assujettie à la LCSA se trouvent à l'Île-du-Prince-Édouard (Î.-P.-E.), au Nouveau-Brunswick (N.-B.), au Yukon, dans les Territoires du Nord-Ouest (T.N.-O.)¹⁴ ou à l'extérieur du Canada qu'une offre d'achat visant à la mainmise d'une telle société pourrait échapper à la réglementation provinciale. Vu la structure des marchés canadiens de capitaux, il est peu vraisemblable qu'une offre d'achat visant à la mainmise d'une société ouverte échapperait à la réglementation provinciale. Normalement, il se trouve toujours un nombre minimum d'actionnaires qui résident dans une des provinces possédant une réglementation sur les offres d'achat visant à la mainmise. Aussi, les pollicitants ont pratiquement toujours à se conformer aux dispositions sur les offres d'achat visant à la mainmise de l'une des provinces.

[15] Toutefois, l'on pourrait se conformer aux dispositions sur les offres d'achat visant à la mainmise d'une province sans nécessairement que l'offre soit faite aux actionnaires des provinces ne possédant pas des règles à cet effet dans leurs lois sur les valeurs mobilières (Î.-P.-E., N.-B., Yukon et T.N.-O). Cette préoccupation est toutefois atténuée, dans une large mesure, par la réalité voulant que, parce qu'aucune loi sur les offres d'achat visant à la mainmise n'existe dans ces territoires, le pollicitant n'a pas à assumer de frais ou fardeaux réglementaires supplémentaires pour rendre l'offre accessible aux actionnaires de ces territoires. En pratique, les pollicitants ne sont pas enclins à exclure délibérément ces actionnaires de leurs offres. Par ailleurs, l'*Instruction générale canadienne n° 37* des ACVM pourrait être employée pour assurer que tous les porteurs de titres d'une société visée sont traités également en dépit de leur lieu de résidence.¹⁵

[16] Puisque la plupart des offres d'achat visant à la mainmise sont couvertes par les lois provinciales, l'avantage du maintien du régime de la LCSA sur les offres d'achat visant à la mainmise pourrait être minime. À moins que les exigences de la LCSA sur de telles offres (au niveau d'une différence dans les dispositions législatives, de l'application de la loi ou des efforts de mise en application, ou toutes ces choses) ne viennent bonifier le droit de façon marquée, alors éviter le double emploi constitue un facteur qui milite en faveur de l'abrogation des exigences de la LCSA sur les offres d'achat visant à la mainmise.

¹⁴ Les lois sur les valeurs mobilières de ces provinces imposent néanmoins un cadre réglementaire régissant les offres d'achat visant à la mainmise.

¹⁵ Instruction générale canadienne n° 37 : Coopération entre provinces en matière d'offres publiques. Cette instruction dispose que, dans les circonstances appropriées, lorsqu'une offre d'achat visant la mainmise est faite aux actionnaires de certaines provinces, mais non pas aux actionnaires dans une ou plusieurs des autres provinces, les autorités en valeurs mobilières peuvent ordonner l'interruption de l'offre.

[17] De plus, le fait de devoir analyser les règles de la LCSA sur les offres d'achat visant à la mainmise en plus des règles des lois provinciales d'application en matière de valeurs mobilières a pour effet d'imposer des frais d'observation supplémentaires aux sociétés, pollicitants et autres parties qui sont assujettis à la LCSA. Des différences dans l'approche, voire des écarts mineurs dans les libellés, peuvent accroître les frais d'observation.

[18] L'avantage de la réglementation sur les offres d'achat visant à la mainmise pour les actionnaires ou tout intéressé dans l'entreprise, autre que la direction, a été remis en question et constitue de ce fait un argument encore plus fondamental militant en faveur de l'abrogation des dispositions de la LCSA sur de telles offres. Des études aux États-Unis¹⁶ ont soulevé un doute sur la question de savoir si la réglementation des offres d'achat visant à la mainmise avantage tout élément autre que la direction de la société et soutiennent que le patrimoine des actionnaires pourrait être directement affecté par cette réglementation.

[19] Il est également possible de soutenir que les sociétés, leur direction et leurs actionnaires pourraient être en mesure de négocier efficacement leurs propres ensembles de règles sur les offres d'achat visant à la mainmise. Ainsi, par exemple, les pilules empoisonnées constituent de fait une sorte de réglementation des offres d'achat visant à la mainmise. Il est toutefois permis de se demander si de tels dispositifs ne favorisent pas par contre un élément de la société plus qu'un autre (par exemple, la direction par rapport aux actionnaires ou encore les investisseurs institutionnels par rapport aux épargnants), ce qui nécessitera l'adoption de dispositions législatives et de règles obligatoires à cet effet. Par le jeu des pressions du marché, la pilule empoisonnée a toutefois subi récemment de profondes transformations afin de la rendre plus acceptable aux actionnaires.¹⁷ Comme solution de rechange, le législateur pourrait adopter un dispositif législatif sur les offres d'achat visant à la mainmise auquel pourrait décider de se soustraire les sociétés, une fois obtenue l'approbation de leurs actionnaires. Les frais d'une opération pourraient être réduits pour nombre d'entreprises et d'actionnaires tandis que le marché pourrait réglementer les ententes conclues entre les sociétés et leurs actionnaires qui décident de se soustraire à ce dispositif législatif.

B. ARGUMENTS EN FAVEUR DU MAINTIEN DES DISPOSITIONS DE LA LCSA SUR LES OFFRES D'ACHAT VISANT À LA MAINMISE

[20] Afin d'atténuer le degré élevé de la double réglementation dont il est question plus haut, le directeur nommé en vertu de la LCSA est autorisé à dispenser une personne de

¹⁶ À titre illustratif, voir Romano «A Guide to Takeovers: Theory, Evidence and Regulation» (1992) 9 Yale J. on Reg. 119; Jarrell, Brickley & Netter, «The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence Since 1980» (1988) 2 J. of Economic Perspectives 49.

¹⁷ Se reporter aux commentaires à la rubrique 6 «Mesures de défense».

certaines des obligations reliées aux offres d'achat visant à la mainmise. Le nouvel article 258.2, une fois proclamé en vigueur, permettra au directeur d'accorder une dispense générale dans les cas où des avis ou documents semblables doivent être déposés aux termes d'autres lois fédérales ou provinciales. De telles dispenses, si elles étaient accordées dans le cas d'offres d'achat visant à la mainmise, pourraient entraîner une réduction importante du nombre d'avis ou de documents qu'il est nécessaire de déposer auprès du directeur en raison des dispositions de la LCSA qui s'appliquent à ces offres.

[21] Cependant, l'article 258.2 ne traite pas de la double production de documents devant être transmis aux actionnaires. Vu cette limitation, on pourrait peut-être songer à examiner la question de l'accroissement des attributions du directeur en matière de dispenses (voir la rubrique 5(R)). La capacité à accorder une dispense générale en ce qui concerne, par exemple, les pollicitants qui se conforment à un autre régime approuvé pourrait permettre au directeur nommé en vertu de la LCSA de régler la plupart des cas de chevauchements réglementaires, si ce n'est tous les cas. Le recours à ce nouveau pouvoir de dispense, appliqué dans de telles situations, pourrait éviter le double emploi en ne soumettant à l'obligation de se conformer à la LCSA que les personnes qui ne sont pas assujetties à des dispositions provinciales régissant les offres d'achat visant à la mainmise. En outre, le recours à ce pouvoir de dispense aurait pour effet de maintenir une présence fédérale au niveau de la mise en application des règles sur les offres d'achat visant à la mainmise et pourrait constituer une solution à l'abrogation des dispositions sur ces offres que contient la LCSA. Toutefois, il est permis de se questionner sur la validité du maintien des obligations de la LCSA en cette matière si le directeur nommé en vertu de celle-ci dispensait la vaste majorité des offres d'achat visant à la mainmise des obligations de la LCSA.

[22] L'élimination des dispositions de la LCSA sur les offres d'achat visant à la mainmise aurait très peu de répercussions sur la double réglementation sur ce sujet. Les parties concernées par une offre d'achat visant à la mainmise auraient quand même à se conformer, selon toute vraisemblance, aux dispositions des lois des provinces et des territoires étrangers où résident suffisamment d'actionnaires¹⁸ visés par l'offre. Les économies qui résulteraient de l'élimination des dispositions de la LCSA pourraient donc se révéler minimes.

[23] Bien que l'un des motifs principaux de la réglementation des offres d'achat visant à la mainmise soit de protéger l'intégrité des marchés de capitaux,¹⁹ d'importantes raisons qui relèvent du droit des sociétés, militent également en faveur de la réglementation de ces offres. Il n'y a qu'à songer, par exemple, à l'envergure des répercussions qu'ont les offres d'achat visant à la mainmise sur la régie d'entreprise. Certains des devoirs qui sont imposés

¹⁸ La plupart des lois provinciales sur les valeurs mobilières exigent un minimum de 50 actionnaires dont la dernière adresse se situe dans la province concernée. Voir à cet égard le paragraphe 93 e) de la LVMO.

¹⁹ Protéger l'intégrité des marchés financiers constitue la principale préoccupation des lois sur les valeurs mobilières.

aux administrateurs d'une société visée lorsqu'ils répondent à une offre d'achat visant à la mainmise sont de nature fiduciaire et constituent ainsi un objet approprié au droit des sociétés.

[24] Ainsi que nous le mentionnons plus haut, étant donné la structure des marchés financiers canadiens, il est difficile d'envisager qu'une offre d'achat visant à la mainmise d'une société ouverte puisse échapper à la réglementation des provinces. Toutefois, certaines sociétés de régime fédéral n'émettent des valeurs mobilières qu'aux États-Unis.²⁰ Si l'on éliminait les dispositions de la LCSA sur les offres d'achat visant à la mainmise, de telles sociétés ne seraient soumises qu'aux seules dispositions à cet égard que la *Securities and Exchange Commission* (SEC) des États-Unis est chargée d'appliquer et non à celle d'une autorité réglementaire canadienne. Les lois provinciales sur les valeurs mobilières ne comportent pas à l'heure actuelle de dispositions s'appliquant aux offres d'achat visant à la mainmise qui concernent des sociétés de régime fédéral qui émettent des valeurs mobilières uniquement aux États-Unis. Bien que cette pratique de n'émettre des valeurs mobilières qu'aux États-Unis soit plutôt rare en ce moment, elle pourrait se révéler beaucoup plus répandue à l'avenir.

[25] Certains soutiennent que l'accroissement des opérations transprovinciales et transnationales entraîne nécessairement le besoin d'encadrer, par une réglementation plus générale dans son emprise, cette question des offres d'achat visant à la mainmise qui dépassent les frontières provinciales ou nationales. Parce que les dispositions de la LCSA s'appliquent à toutes les sociétés de régime fédéral, nonobstant le territoire où elles exercent leurs activités ou émettent des valeurs mobilières, ces dispositions procurent aux investisseurs de toute venue une législation et une protection uniformes. Bien que les provinces aient collaboré dans l'harmonisation de leurs lois sur les valeurs mobilières, il subsiste néanmoins des écarts marqués.²¹ Toutefois, les dispositions de ces lois provinciales qui concernent les offres d'achat visant à la mainmise ne sont pas foncièrement différentes. Cela signifie qu'il existe déjà un fort degré d'uniformité à l'échelle du pays pour ce qui concerne les offres d'achat visant à la mainmise. En fait, les dispositions actuelles de la LCSA à cet égard s'écartent de cette uniformité puisqu'elles emportent certaines obligations différentes de celles des lois provinciales bien que la mise en oeuvre des changements étudiés à la rubrique 5 du présent document favoriserait l'harmonisation.

²⁰ Des recherches préliminaires ont démontré qu'il existe au moins sept sociétés ouvertes de la sorte.

²¹ Par exemple, une incompatibilité subsiste entre les lois provinciales pour ce qui est de la pénalisation des cas de violation des dispositions sur les opérations d'initiés. En Ontario, la personne qui contrevient à la LVMO commet une infraction et est passible d'une amende maximale de 1 000 000 \$ ou d'un emprisonnement maximal de deux ans, ou les deux. Par ailleurs, au Manitoba, la personne qui contrevient aux obligations relatives à la déclaration des opérations d'initiés est passible d'une amende maximale de 1 000 \$ seulement. Cela signifie que les sanctions sont variables en ce qui concerne les infractions d'initiés selon la loi provinciale en vertu de laquelle la poursuite est intentée.

[26] Un autre argument qui milite en faveur du maintien des dispositions de la LCSA sur les offres d'achat visant à la mainmise, tient au fait que, malgré les différences de la LCSA qui ajoutent au fardeau réglementaire imposé aux parties concernées par une offre d'achat visant à la mainmise, ces différences se justifient si elles constituent une amélioration par rapport aux lois provinciales sur les valeurs mobilières. Il est cependant difficile de dire à quel moment la valeur que représentent ces différences est surpassée par le fardeau réglementaire additionnel que représentent les dispositions de la LCSA en matière d'offres d'achat visant à la mainmise.

[27] Certains soutiennent qu'en maintenant la réglementation issue de la LCSA, le gouvernement fédéral peut avoir un effet positif sur l'évolution et l'avancement du dispositif législatif régissant les offres d'achat visant à la mainmise dans d'autres territoires. Ainsi, par exemple, la LCSA pourrait exiger des périodes plus longues en matière de dépôt et de droit de révocation en cas d'offre d'achat visant à la mainmise.²²

[28] Enfin, en maintenant sa compétence sur les offres d'achat visant à la mainmise qui concernent des sociétés assujetties à la LCSA, le gouvernement fédéral est en mesure de s'assurer que les objectifs de politiques actuels et futurs, qui pourraient ne pas correspondre à ceux des gouvernements provinciaux, peuvent être atteints.

C. RECOMMANDATION

[29] Il est recommandé de maintenir et d'actualiser les dispositions de la LCSA traitant des offres d'achat visant à la mainmise en fonction des propositions qui sont faites dans le reste du présent document. La question du double dépôts pourrait se régler au moyen de dispenses globales qu'accorderait, le cas échéant, le directeur nommé en vertu de la LCSA. Cela permettrait d'éliminer dans une bonne mesure les doubles dépôts et de réglementer néanmoins les sociétés de régime fédéral qui ne seraient pas assujetties aux dispositions législatives provinciales sur les offres d'achat visant à la mainmise.

[30] Cette recommandation se fonde sur la prémisse qui veut que les dispositions de la LCSA régissant les offres d'achat visant à la mainmise constituent une bonification suffisante par rapport aux obligations des lois provinciales en matière de valeurs mobilières, soit par le jeu d'une différence dans leur application, soit par le jeu d'une différence au niveau des choix d'orientation de politiques, pour justifier qu'elles soient conservées. Le fait de recommander que la LCSA exige des délais plus longs dans les situations d'offres d'achat visant à la mainmise constitue l'une des principales recommandations du présent document en faveur d'une démarcation par rapport aux obligations qu'imposent les lois provinciales

²² Voir la rubrique 5(J), «Prolongation de la période minimale d'une offre et autres questions de délais».

actuelles sur les valeurs mobilières en cette matière.²³ Cette recommandation se fonde sur la conviction que les délais minimaux actuels sont trop courts lorsqu'il est question d'une offre d'achat visant à la mainmise.

5. PROPOSITIONS DE MODIFICATION DES DISPOSITIONS DE LA LCSA SUR LES OFFRES D'ACHAT VISANT À LA MAINMISE

[31] Si, ainsi qu'il est recommandé, les dispositions de la LCSA sur les offres d'achat visant à la mainmise sont conservées, il faudra néanmoins qu'elles soient actualisées. On trouvera ci-dessous des commentaires sur certaines propositions de modification des dispositions de la LCSA portant sur les offres d'achat visant à la mainmise.

A. SEUIL RELATIF AUX OFFRES D'ACHAT VISANT À LA MAINMISE²⁴

Question :

[32] Devrait-on redéfinir l'«offre d'achat visant à la mainmise» comme constituant le fait d'offrir d'acquérir 20 pour cent ou plus d'une catégorie d'actions?

Contexte :

[33] L'un des objectifs des dispositions de la LCSA sur les offres d'achat visant à la mainmise consiste à réglementer les tentatives d'acquisition du contrôle juridique ou effectif d'une société. La LCSA et les lois provinciales sur les valeurs mobilières ont recours à un seuil numérique pour définir le moment où est atteint le contrôle effectif d'une société.²⁵ À l'heure actuelle, les dispositions de la LCSA sur les offres d'achat visant à la mainmise s'appliquent si un pollicitant, après avoir fait une offre sur les actions d'une société pollicitée, acquiert le contrôle ou la propriété de 10 pour cent ou plus de toute catégorie

²³ Voir la rubrique 5(J).

²⁴ Sources : par. 89(1) de la LVM0; art. 110 de la LVMQ; par. 74(1) de la BCSA.

²⁵ La LCSA pourrait prévoir l'application d'une définition fonctionnelle par opposition à un seuil (par exemple, les dispositions sur les offres d'achat visant à la mainmise s'appliquent lorsqu'un actionnaire acquiert le contrôle «effectif»). Ce dispositif permettrait de contourner le principal désavantage de la méthode à délimitation claire qui fait que cela est quelque peu arbitraire et, pour certaines entreprises, que le contrôle véritable peut être obtenu à un pourcentage inférieur au seuil réglementaire (ou, pour d'autres, au-delà de ce seuil). Toutefois, l'approche à délimitation claire précise de façon parfaite à tous les participants du marché le point où les règles entrent en application et, par conséquent, cela promeut l'observation et facilite la mise en application.

d'actions de la société visée. Dans l'intérêt de l'harmonisation, il pourrait être souhaitable de hausser le seuil de la LCSA au niveau de 20 pour cent, soit celui que l'on trouve dans les lois provinciales sur les valeurs mobilières.

[34] Nombre de rapports ont examiné quel pourcentage de propriété devrait déclencher l'application de la réglementation des offres d'achat visant à la mainmise au Canada. Le *Rapport Kimber*²⁶ proposait un seuil de 20 pour cent des actions avec droit de vote d'une catégorie et c'est ce qu'ont adopté les provinces dans leur lois sur les valeurs mobilières. Néanmoins, en 1970, lorsque pour la première fois des dispositions sur les offres d'achat visant à la mainmise ont été édictées dans le droit fédéral sur les sociétés, c'est un seuil de 10 pour cent qui était adopté. Les documents préparés à l'intention du Parlement expliquant la raison d'être des politiques de ces dispositions (le dossier préparatoire de 1970) mettait de l'avant que le chiffre de 10 pour cent «[Traduction] avait été choisi, plutôt que celui de 20 pour cent, afin de tenir compte du fait qu'un niveau de propriété de 10 pour cent des actions avec droit de vote d'une société suffit bien souvent pour assurer le contrôle effectif des affaires de la société». Le *Rapport Dickerson*,²⁷ qui a servi d'assise à la LCSA, soutenait que le seuil de 10 pour cent constituait un compromis raisonnable entre celui de 20 pour cent des lois provinciales sur les valeurs mobilières et celui de 5 pour cent en usage aux États-Unis.

[La] *Securities and Exchange Act* des États-Unis a une portée quelque peu plus large puisqu'[elle] va plus loin en exigeant la divulgation chaque fois qu'une personne acquiert 5% des actions ayant droit de vote d'une corporation... En 1970, le Congrès américain adoptait une loi ayant pour effet de réduire de 10% à 5%, le bloc d'actions, rendant nécessaire une telle divulgation spéciale. Cette mesure semble démontrer que le Congrès croyait qu'il fallait étendre les exigences de divulgation aux cas d'acquisitions faites petit à petit. Bien que la ligne de démarcation de 10% adoptée dans la loi actuelle l'ait été avant cette modification à la loi américaine, elle semble un compromis raisonnable entre la loi de l'Ontario et celle des États-Unis...²⁸

[35] Depuis le *Rapport Dickerson*, certaines études ont recommandé à la fois le seuil de 20 pour cent et celui de 10 pour cent.²⁹

²⁶ J. R. Kimber, président, The Report of the Attorney General's Committee on Securities Legislation in Ontario, Imprimeur de la Reine pour l'Ontario, Toronto, 1965 (Le Rapport Kimber).

²⁷ Dickerson, Robert W.V., Howard, J.L., Getz, L., Propositions pour un nouveau droit des corporations commerciales canadiennes, volume I, Information Canada, Ottawa, 1971 (Le Rapport Dickerson).

²⁸ Ibid., page 163.

²⁹ À titre illustratif :

«Report of the Securities Industry Committee on Take-over Bids, The Regulations of Takeover Bids in Canada: Premium Private Agreement Transactions», novembre 1983 (qui recommande un seuil de 20 pour cent); et

[36] Au Royaume-Uni, The City Code on Take-overs and Mergers³⁰ (le «*City Code*») fixe un seuil numérique aux offres d'achat visant à la mainmise. Il y est énoncé que dès qu'une partie obtient 30 pour cent ou plus des **droits de vote** d'une société, cette personne doit faire une offre «obligatoire» à tous les autres actionnaires (quelle que soit la catégorie d'actions) de la société.³¹ Ce chiffre de 30 pour cent constitue le point de définition du «contrôle» pour les besoins du City Code.

[37] Les arguments principaux militant en faveur de l'adoption d'un seuil de 20 pour cent pour la LCSA résident dans le fait que cette hausse permettrait une plus grande harmonisation avec les lois provinciales et que le seuil de 20 pour cent est plus approprié pour le Canada. Ainsi que nous le mentionnions plus tôt, toutes les lois provinciales sur les valeurs mobilières possédant des dispositions sur les offres d'achat visant à la mainmise fixent à l'heure actuelle leur seuil à 20 pour cent et rien n'indique que l'une ou l'autre de ces lois sera modifiée de telle sorte qu'on y adopterait un seuil de 10 pour cent. On a avancé que, à la lumière du nombre restreint de sociétés à grande diffusion au Canada, les offrants devaient de façon quasi-invariable acquérir au moins 20 pour cent des actions d'un émetteur afin d'en exercer le contrôle. Au soutien de cette opinion, une étude récente a démontré qu'uniquement 23,1 pour cent des sociétés ouvertes canadiennes étaient des sociétés à grande diffusion³² tandis qu'aux États-Unis, 40,2 pour cent des sociétés ouvertes sont à grande diffusion.³³ Ce que cela indique, c'est que, dans une très grande majorité des situations au Canada, les offrants doivent acquérir à tout le moins 20 pour cent des actions d'une société à grande diffusion afin d'en exercer le contrôle.

Recommandation :

[38] Il est proposé de porter de 10 à 20 pour cent le seuil actuel de la LCSA relatif aux offres d'achat visant à la mainmise.

[39] Certaines sociétés de régime fédéral ne comptent pas d'actionnaires qui détiennent plus de 20 pour cent des actions de la société, mais en comptent un ou plusieurs qui en

«Request for Comments: Proposed Changes to Provincial Securities Legislation - Take-over Bids», (1990) Vol. 13 OSCB 2295 (qui recommande un seuil de 10 pour cent).

³⁰ Le City Code n'a pas force de loi.

³¹ Il est cependant à noter que le seuil de 30 pour cent du City Code s'applique aux droits de vote et non pas à une catégorie d'actions émises comme c'est le cas dans les lois provinciales sur les valeurs mobilières et la LCSA.

³² La société est dite «à grande diffusion» si aucun actionnaire seul ou groupe d'actionnaires reliés n'est propriétaire, directement ou non, de plus de 20 pour cent des actions avec droit de vote.

³³ Someshwar Rao et Clifton Lee-Sing, «Governance Structure, Corporate Decision Making and Firm Performance in North America», Ronald Daniels et Randall Morck, éditeurs, Corporate Decision-Making in Canada, University of Calgary Press, Calgary, 1995, pp. 47-48.

possèdent de 10 à 20 pour cent. Dans de tels cas, le changement recommandé aurait pour effet de retarder l'accessibilité d'informations primordiales pour les actionnaires en ce qui concerne la propriété de la société et, potentiellement, mettre en péril leur situation de propriétaire en permettant à des tiers d'acquérir des participations importantes sans qu'ils ne le sachent. Pour régler ce problème, les lois provinciales sur les valeurs mobilières possèdent des dispositions obligeant à faire une déclaration d'avertissement rapide. La prochaine question que nous examinerons concerne le caractère approprié de l'adjonction d'obligations de déclaration d'avertissement rapide dans la LCSA.

B. DÉCLARATION D'AVERTISSEMENT RAPIDE³⁴

Question :

[40] Devrait-on modifier la LCSA afin d'obliger à une déclaration «d'avertissement rapide» en cas d'acquisition importante d'actions?

Contexte :

[41] La déclaration d'avertissement rapide a pour objectif principal d'assurer que le marché soit informé promptement des accumulations de blocs importants de valeurs mobilières qui pourraient avoir une influence sur le contrôle de la société qui les a émises. Les lois provinciales sur les valeurs mobilières, qui imposent un seuil de 20 pour cent aux offres d'achat visant à la mainmise, prévoient un tel dispositif de déclaration d'avertissement rapide. Par exemple, l'article 101 de la LVMO dispose comme suit :

Le pollicitant qui acquiert la propriété bénéficiaire de valeurs mobilières avec droit de vote ou de valeurs mobilières participantes d'une catégorie quelconque d'un émetteur assujéti, ou le pouvoir d'exercer le contrôle sur celles-ci ou qui acquiert des valeurs mobilières convertibles en de telles valeurs mobilières doit, si le total de ces valeurs mobilières et des autres valeurs mobilières de cette catégorie qui appartiennent au pollicitant représente 10 pour cent ou plus des valeurs mobilières en circulation de cette catégorie :

- a) d'une part, diffuser et déposer sans délai un communiqué de presse contenant les renseignements prescrits par les règlements;

³⁴ Nouvelle disposition. Sources : par. 141(1) de l'ASA; par. 93(1) de la BCSA; par. 92(1) de la LVMM; par. 102(1) de NSA; par. 107(1) de la NSSA; art. 101 de la LVMO; art. 147.11 de la LVMQ; et par. 110(1) de la SSA.

- b) d'autre part, déposer, dans les deux jours ouvrables, un rapport contenant les renseignements qui figurent dans le communiqué de presse diffusé aux termes de l'alinéa a).

La déclaration est également requise dans le cas de l'acquisition d'une quantité supplémentaire de valeurs mobilières de 2 pour cent ou plus.

[42] Au cours des quarante dernières années, il s'est produit un changement phénoménal dans la façon dont les Canadiens placent leurs épargnes. Ainsi, les Canadiens ont réduit leurs placements autogérés en valeurs mobilières pour confier plutôt leurs dollars aux investisseurs institutionnels qui gèrent leurs placements pour eux. Il s'ensuit que la taille des avoirs en capitaux propres et que le pouvoir global des investisseurs institutionnels dans le marché se sont accrus de façon tout aussi marquée.

[43] Au cours des consultations préliminaires sur la LCSA tenues en 1994, certains ont suggéré que les gestionnaires des investisseurs institutionnels dont les avoirs totaux excédaient le seuil de 10 pour cent soient dispensés des obligations de la LCSA relatives aux offres d'achat visant à la mainmise. Les personnes ayant avancé cet argument soutenaient que les investisseurs institutionnels qui dépassent le seuil de 10 pour cent ne sont pas «actifs» dans les affaires de la société en cause et qu'ils ne devraient donc pas être traités de la même façon que les autres actionnaires. Les gestionnaires de ces fonds ne sont pas, par essence, intéressés à faire une offre d'achat visant à la mainmise d'une société. De plus, il a été soutenu que, pour ces gestionnaires, le commerce des valeurs mobilières faisait partie intégrante de leurs fonctions et que les obligations inhérentes aux offres d'achat visant à la mainmise ne faisaient qu'ajouter de façon non nécessaire au fardeau que représente la paperasserie.

[44] Dans aucune des provinces qui requièrent une déclaration d'avertissement rapide ne trouve-t-on à l'heure actuelle de dispositions de dispense applicables aux investisseurs institutionnels. Cependant, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (CVMO) a publié dernièrement un projet de règle intitulé «The Early Warning System and Related Take-over Bid, Insider Trading and Control Block Distribution Issues.»³⁵ La proposition cherche «[Traduction] à reconnaître la diversité et l'intégration croissantes du secteur canadien des services financiers».³⁶ Les deux changements les plus importants que suggère la CVMO

³⁵ Les propositions de la CVMO ont été publiées le 20 octobre 1995 dans (1995) vol. 18 OSCB 4887. Les propositions sont détaillées dans deux documents intitulés :

«Notice of a proposed rule under the Securities Act (Ontario): The Early Warning System and Related Take-over bid, Insider Trading and Control Block Distribution Issues»; et

«Rule #• Under the Securities Act (Ontario) : The Early Warning System and Related Take-over Bid, Insider Trading and Control Block Distribution Issues».

³⁶ Citation tirée de la page 1 de l'avis sur la règle envisagée.

dans sa proposition résident dans : 1° la déclaration mensuelle de remplacement; et 2° la dispense pour certaines participations mises en commun («*aggregation relief*»).

[45] La déclaration mensuelle de remplacement permettrait à un «investisseur passif» de déposer une déclaration d'avertissement rapide dans les dix jours suivant la fin du mois si les valeurs mobilières participantes ou avec droit de vote dont cette personne est propriétaire ou sur lesquelles cette personne exerce le contrôle dépassent 10 pour cent des valeurs mobilières d'une catégorie.³⁷ Ainsi que nous le mentionnons plus haut, l'article 101 de la LVMO exige à l'heure actuelle qu'un communiqué de presse soit diffusé immédiatement après et qu'un rapport soit déposé dans les deux jours qui suivent le moment où la personne acquiert la propriété ou le contrôle de 10 pour cent ou plus d'une catégorie d'actions. La proposition de dispense pour certaines participations mises en commun vise à prévoir des dispenses de la déclaration d'avertissement rapide, de la production de rapports d'initiés, des offres d'achat visant à la mainmise et du prospectus pour le placement d'un bloc de contrôle afin de permettre de dissocier des participations mises en commun sous gestion indépendante, dont les organismes de placement collectif gérés indépendamment.³⁸

³⁷ De façon générale, la déclaration de remplacement ne pourrait être employée que par les seules personnes qui n'ont pas l'intention :

- . de faire une offre formelle pour des valeurs mobilières;
- . de proposer une opération qui serait une convention de gré à gré d'achat visant à la mainmise dispensé, conformément à l'alinéa 93(1)c) de la LVMO; ou
- . de proposer une réorganisation, une fusion, un arrangement ou un regroupement d'entreprises semblables avec l'émetteur assujéti.

De plus, les personnes pouvant recourir à la déclaration de remplacement ne déclareraient, dans les 10 jours qui suivent la fin du mois, qu'une augmentation ou une diminution de 5 pour cent ou plus des valeurs mobilières en circulation d'une catégorie qu'elles détiennent. Cela diffère de l'augmentation ou la diminution de 2 pour cent de propriété qui doit être déclarée dans les deux jours qui suivent le changement aux termes du dispositif de déclaration d'avertissement rapide que précise l'article 101 de la LVMO. La déclaration de remplacement ne pourrait être employée si un allié de cette personne ou société avait l'une des intentions mentionnées ci-dessus ou si la personne possédait des renseignements importants qui n'ont pas été rendus publics.

³⁸ Suivant la proposition, une personne ou société qui, soit seule soit en commun avec les membres de son groupe, exerce des activités de placement ou autres activités par l'intermédiaire de deux ou plusieurs «unités opérationnelles» (défini comme «une entité juridique ou partie de celle-ci, ou un regroupement d'entités juridiques ou de parties de celles-ci, qui exerce une activité commerciale ou une activité de placement distincte et qui peut consister en une ou plusieurs succursales d'une même institution financière») est dispensée, pour ce qui est de ces unités d'exploitation, de totaliser les avoirs de ces unités en vue des dispositions relatives à la déclaration d'avertissement rapide si :

- . les décisions d'acquérir, d'aliéner et de conserver ces titres ou d'exercer le droit de vote s'y rattachant sont prises séparément;
- . aucune personne physique ou morale de l'autre unité opérationnelle ne donne aussi des conseils, n'exerce d'influence sur des décisions ou n'a connaissance de décisions en ce qui concerne l'acquisition, l'aliénation ou la détention des titres de l'unité opérationnelle applicable ou l'exercice des droits de vote s'y rapportant pour elle, par elle ou pour son compte, autre que les membres de la direction ou des personnes affectées exclusivement à des fonctions administratives qui ne prennent pas de décisions d'achat, d'aliénation, etc. de titres.

[46] La LCSA ne possède pas à l'heure actuelle de dispositif de déclaration «d'avertissement rapide». Cependant comme il est recommandé, dans le présent document, une hausse de seuil à 20 pour cent, il pourrait être approprié d'y introduire des dispositions relatives à la déclaration d'avertissement rapide s'apparentant à celles que l'on trouve dans les lois provinciales sur les valeurs mobilières. Si la LCSA adoptait un dispositif de déclaration d'avertissement rapide, dans l'intérêt de l'harmonisation, il serait vraisemblablement très semblable à celui que l'on trouve dans les lois provinciales. Cela nécessiterait l'adoption d'un seuil de 10 pour cent déclenchant la déclaration «d'avertissement rapide» et une disposition de déclaration obligatoire de toute acquisition de 2 pour cent d'actions supplémentaires. Tout dispositif de la sorte devrait également sans doute tenir compte de toute réforme survenant au niveau provincial qui serait destinée à alléger en partie les lourdes obligations de déclaration qui sont imposées aux investisseurs passifs.

[47] L'une des difficultés à la mise en oeuvre de ces obligations réside dans le fait qu'elles feraient largement double emploi. Les lois provinciales sur les valeurs mobilières exigent déjà la collecte de ces renseignements à l'égard des sociétés ouvertes. Très peu d'acquisitions d'actions supplémentaires feraient l'objet d'une déclaration d'avertissement rapide en vertu de la LCSA qui ne sont pas déjà obligatoirement déclarées en raison des lois provinciales sur les valeurs mobilières.

[48] C'est uniquement lorsque tous les actionnaires pollicités d'une société assujettie à la LCSA se trouvent à l'Île-du-Prince-Édouard, au Nouveau-Brunswick, au Yukon, dans les Territoires du Nord-Ouest³⁹ ou hors du Canada que les acquisitions importantes d'actions échapperaient à l'obligation provinciale de déclaration d'avertissement rapide. Vu la structure des marchés financiers canadiens, il est peu vraisemblable que cela se produise puisque la société dont les actions sont acquises est vraisemblablement un émetteur assujetti dans une province. Il existe peu de sociétés de régime fédéral qui n'émettent à l'heure actuelle des valeurs mobilières qu'aux États-Unis et qui, par conséquent, ne seraient pas assujetties aux dispositions relatives à la déclaration d'avertissement rapide qu'on trouve dans les lois provinciales sur les valeurs mobilières. Cela demeure néanmoins rare et une déclaration serait vraisemblablement faite aux autorités réglementaires des États-Unis.⁴⁰ Il semble donc que l'introduction et l'imposition d'un autre dispositif seraient trop onéreuses et peu pratiques pour ceux qui se conforment déjà aux obligations provinciales en matière de déclaration rapide, lequel dispositif ne s'appliquerait qu'au très petit groupe de personnes que les lois provinciales ne couvrent pas.

³⁹ Il s'agit des territoires dont les lois sur les valeurs mobilières n'exigent pas à l'heure actuelle la déclaration d'avertissement rapide.

⁴⁰ Ces sociétés canadiennes seraient assujetties aux règles sur les offres d'achat visant à la mainmise en vigueur aux États-Unis. Suivant l'alinéa 14(d)(1) de la Securities Exchange Act of 1934, si une personne acquiert la propriété véritable, directement ou non, de plus de 5% d'une catégorie, alors une déclaration doit être déposée auprès de la SEC. Il s'agit-là d'un seuil moins élevé que celui qui est en vigueur dans tout territoire au Canada.

[49] Afin d'atténuer le double emploi, le directeur nommé en application de la LCSA pourrait invoquer le nouvel article 258.2 de la LCSA, une fois proclamé en vigueur, qui lui permettra d'émettre des ordonnances de dispenses globales. De façon plus précise, ce nouvel article lui permettra d'émettre des ordonnances de dispenses globales dans les situations où des avis ou documents analogues doivent être déposés aux termes d'une autre loi fédérale ou provinciale. De telles dispenses, si elles étaient accordées relativement aux déclarations d'avertissement rapide, pourraient grandement réduire le nombre de déclarations d'avertissement rapide qu'il faudrait déposer auprès du directeur nommé en vertu de la LCSA. Seules les acquisitions qui ne sont pas visées à l'heure actuelle par les dispositions relatives à la déclaration d'avertissement rapide des lois provinciales sur les valeurs mobilières pourraient être assujetties au dispositif de déclaration d'avertissement rapide en vertu de la LCSA.⁴¹ De plus, l'introduction d'un tel dispositif dans la LCSA, conjugué au pouvoir de dispense, assurerait une présence fédérale pour ce qui est de contrer les violations vis-à-vis des déclarations d'avertissement rapide. Cependant, il est permis de se demander s'il est valable d'introduire de telles dispositions dans la LCSA si le directeur nommé en application de celle-ci accordait des dispenses à une très grande majorité de ceux qui acquièrent 10 pour cent ou plus des valeurs mobilières d'une société.

[50] Au Canada, on est généralement d'avis que les acquisitions de valeurs mobilières en-deçà du seuil de 10 pour cent ne sont pas assez importantes, vu que les sociétés canadiennes ont peu d'actionnaires,⁴² pour justifier une déclaration d'avertissement rapide. Cependant, en 1990, les ACVM demandaient que l'on soumette des observations sur une proposition visant à réduire le seuil relatif à la déclaration d'avertissement rapide de 10 à 5 pour cent «[Traduction] afin d'accroître le degré d'information à la disposition des autorités réglementaires et du public». ⁴³ Dernièrement, il a également été soutenu que «[Traduction] l'identité et la participation de tous les actionnaires détenant plus de 5 pour cent des actions avec droit de vote de sociétés ouvertes canadiennes devraient être dévoilées». ⁴⁴ L'un des arguments avancés en faveur de l'abaissement du seuil de la déclaration obligatoire à 5 pour

⁴¹ Cela comprendrait des situations où une société de régime fédéral émet des titres uniquement aux États-Unis. Si les dispositions de la LCSA sur les offres d'achat visant à la mainmise étaient éliminées, alors de telles sociétés ne seraient assujetties qu'aux dispositions sur les offres d'achat visant à la mainmise qui relèvent de la SEC et non à celle des autorités réglementaires canadiennes. Par ailleurs, si ces dispositions de la LCSA étaient conservées, alors les prises de contrôle visant les sociétés de régime fédéral seraient assujetties aux règles de la LCSA sur les offres d'achat visant à la mainmise. Bien que la pratique qui consiste à n'émettre des valeurs qu'aux États-Unis seulement soit plutôt rare à l'heure actuelle (une recherche interne n'a permis de découvrir que sept sociétés de la sorte), cette pratique pourrait être beaucoup plus répandue à l'avenir.

⁴² Voir les notes 32 et 33 pour des statistiques démontrant à quel point les sociétés canadiennes ont peu d'actionnaires.

⁴³ Voir «Request for Comments», vol. 13 (juin 1990) OSCB 2295.

⁴⁴ Ronald Daniels et Randall Morck, «Canadian Corporate Governance: Policy Options,» dans Corporate Decision Making in Canada, note 33, p. 690.

cent, c'est que «[Traduction] l'exposition à l'oeil sévère du public constitue la meilleure façon d'assurer que les actionnaires importants, tout comme les sociétés dans lesquelles ils investissent, se comportent d'une manière constructive et responsable». ⁴⁵

Recommandation :

[51] Il est proposé de ne pas modifier la LCSA de façon à adopter des dispositions obligeant à une «déclaration d'avertissement rapide».

Options :

[52] (A) Introduire des dispositions relatives à la déclaration d'avertissement rapide dans la LCSA, qui seraient analogues aux règles provinciales actuelles, à l'intention des sociétés ayant fait appel au public⁴⁶ et recourir aux dispenses prévues par l'article 258.2 pour régler la question des doubles déclarations. Également, adopter des dispositions qui tiendraient compte de réformes au niveau provincial afin d'atténuer en partie les lourdes obligations de déclaration qui sont imposées aux investisseurs passifs.

[53] (B) Introduire des dispositions relatives à la déclaration d'avertissement rapide ainsi que cela est mentionné dans l'option A ci-dessus, mais prévoir également un seuil de déclaration d'avertissement rapide pour les actionnaires qui détiennent plus de 5 pour cent des actions avec droit de vote.

C. DÉFINITION D'«OFFRE DE L'ÉMETTEUR»⁴⁷

Question :

[54] Devrait-on prévoir une définition distincte d'«offre de l'émetteur», laquelle inclurait l'acquisition de toute catégorie de valeurs mobilières émises d'une société?

⁴⁵ Ibid., p. 690.

⁴⁶ À l'heure actuelle, le dispositif de la LCSA sur les offres d'achat visant à la mainmise s'applique aux sociétés ayant ou non fait appel au public qui comptent 15 actionnaires ou plus. Toutefois, à la rubrique 5(F), il est recommandé de restreindre l'application des règles régissant les offres d'achat visant à la mainmise aux sociétés comptant 50 actionnaires ou plus (essentiellement des sociétés ayant fait appel au public). Cette restriction aurait également du sens dans le cadre d'un dispositif obligeant à une déclaration d'avertissement rapide.

⁴⁷ Sources : par. 89(1) de la LVMO; art. 74 de la BCSA.

Contexte :

[55] À l'heure actuelle, la LCSA considère que les offres de l'émetteur sont un genre d'offre d'achat visant à la mainmise, c'est-à-dire comme une situation entraînant un changement de contrôle. Cependant, d'autres régimes considèrent que les offres de l'émetteur constituent plutôt une opération particulière entre parties liées.

[56] L'article 194 de la LCSA définit l'«offre d'achat visant à la mainmise» comme suit :

La sollicitation, y compris celle que fait une société émettrice de racheter ses propres actions, mais à l'exception des offres franches, que fait presque simultanément un sollicitant à des actionnaires en vue d'acquérir des actions qui, avec celles dont ce sollicitant et les personnes de son groupe ou avec lesquelles il a des liens ont, même indirectement, le contrôle ou la propriété effective, représentent plus de dix pour cent des actions d'une catégorie émises par la société sollicitée. [C'est nous qui soulignons]

Par ailleurs, l'article 194 définit une «action» comme une «action conférant un droit de vote». Il s'ensuit que la réglementation des offres de l'émetteur ne s'applique pas à l'heure actuelle au rachat d'actions ou autres valeurs mobilières sans droit de vote.

[57] La raison d'être fondamentale de la réglementation des offres de l'émetteur est applicable à tous les types de valeurs mobilières. Par exemple, lorsqu'un émetteur fait une offre pour ses propres valeurs mobilières, il pourrait la faire en fonction de renseignements qui l'avantagent par rapport aux détenteurs de ces valeurs. Comme autre possibilité, l'émetteur pourrait également faire l'offre à quelques personnes de son choix en leur concédant un prix avantageux. Cela est inquiétant puisque, s'il est permis à de telles opérations d'aller de l'avant sans qu'on soit tenu de transmettre aux détenteurs des renseignements appropriés et de leur accorder suffisamment de temps pour étudier l'offre et sans exiger l'égalité de traitement, la confiance des investisseurs dans le marché pourrait en être affaiblie. Aussi, les lois provinciales sur les valeurs mobilières définissent-elles une offre de l'émetteur comme une «offre d'acquisition ou de rachat de valeurs mobilières d'un émetteur faite par l'émetteur» [c'est nous qui soulignons].⁴⁸

⁴⁸ À titre illustratif, voir l'art. 89 de la LVMO et l'art. 74 de la BCSA où l'on définit une «offre de l'émetteur». L'art. 147.19 de la LVMO est légèrement différent en ce qu'il dispose comme suit : «L'émetteur qui compte acquérir des titres émis par lui-même, à l'exception de titres d'emprunt non convertibles en titres représentant une participation dans son capital-actions, procède par la voie d'une offre publique de rachat.» Fait également à noter, les règles de la Bourse de Toronto qui concernent les offres de l'émetteur ont été changées, depuis le 2 janvier 1996, et s'appliquent maintenant aux acquisitions de toutes valeurs mobilières cotées en bourse d'un émetteur et non uniquement aux seules valeurs mobilières participantes et avec droit de vote.

[58] On peut également s'inquiéter des possibilités de conflits d'intérêts et d'abus de la part des initiés de sociétés. Dans une situation d'offre de l'émetteur, la possibilité de l'abus existe, que les valeurs mobilières comportent ou non des droits de vote. Cependant, il pourrait être soutenu que les règles actuelles du droit des sociétés qui s'appliquent aux offres de l'émetteur (mais non aux offres d'achat visant à la mainmise) suffisent à protéger les actionnaires. Des devoirs fiduciaires sont imposés aux administrateurs et aux dirigeants et la société doit satisfaire à certains critères de contrôle de la solvabilité et de l'actif.⁴⁹ Le recours en cas d'abus pourrait également s'appliquer si l'offre est abusive ou porte atteinte aux intérêts des actionnaires, etc.⁵⁰

Recommandation :

[59] Il est recommandé de définir de façon distincte l'«offre de l'émetteur» dans la LCSA, définition qui inclurait les offres d'achat, de rachat ou autres acquisitions de valeurs mobilières émises d'une société.

D. DISPENSE RELATIVE AUX OFFRES DE L'ÉMETTEUR⁵¹

Question :

[60] Devrait-on éliminer l'application aux offres de l'émetteur de la dispense relative aux conventions de gré à gré et prévoir plutôt une dispense applicable à certaines situations où l'actionnaire est informé au préalable soit d'une intention précise de rachat ou de sa possibilité?⁵²

Contexte :

[61] La dispense relative aux conventions de gré à gré dont il est question à l'article 194 (définition d'«offre franche») dans la LCSA dispose qu'une offre franche comprend «la sollicitation faite à moins de quinze actionnaires en vue d'acheter des actions par voie de

⁴⁹ Voir l'art. 122 et le par. 34(2) de la LCSA.

⁵⁰ Voir l'art. 241 de la LCSA.

⁵¹ Nouvelle disposition. Sources : par. 92(3) de la LVMO; art. 147.20 et 147.21 de la LVMO; art. 81 de la BCSA.

⁵² Art. 194 de la LCSA, définition d'«offre franche», al. a).

conventions distinctes». ⁵³ Cette dispense est conçue de façon à s'appliquer aux opérations qui reflètent une véritable négociation entre les actionnaires et un tiers. Les lois provinciales n'appliquent pas la dispense pour conventions de gré à gré aux offres de l'émetteur.

[62] Les offres de l'émetteur par voie de conventions de gré à gré sont une source potentielle de négociation inéquitable puisque les actionnaires dominants de l'émetteur peuvent décider de l'achat et des modalités de l'achat, puis vendre leurs actions à la société. Également, puisqu'un rachat d'actions par l'émetteur diminue les capitaux propres en circulation de la société, les actionnaires dominants pourraient asseoir leur pouvoir en accroissant le pourcentage de leurs avoirs. Si un tel rachat d'actions se fait par voie de conventions de gré à gré, il n'est pas nécessaire d'en informer d'avance les autres actionnaires. Aussi, l'élimination de la dispense relative aux conventions de gré à gré en ce qui concerne les offres de l'émetteur restreindrait la possibilité d'un traitement préférentiel non approprié et pourrait susciter une plus grande égalité de traitement vis-à-vis des actionnaires.

[63] Les lois provinciales sur les valeurs mobilières prévoient des dispenses vis-à-vis des obligations relatives aux offres de l'émetteur. On trouvera ci-dessous une compilation des dispenses de ce type que l'on trouve dans les lois provinciales :

- lorsque les valeurs mobilières sont achetées, rachetées ou autrement acquises conformément aux modalités et aux conditions qui se rattachent à elles et qui permettent à l'émetteur de les acquérir sans l'accord préalable des propriétaires;
- lorsque les achats sont faits pour satisfaire aux obligations d'un fonds d'amortissement;⁵⁴
- lorsque les valeurs mobilières confèrent au propriétaire le droit d'exiger de l'émetteur qu'il les rachète;
- lorsque l'émetteur achète auprès d'employés actuels ou antérieurs des valeurs mobilières émises dans le cadre d'un régime d'intéressement des employés à la propriété;
- lorsque l'offre de l'émetteur est faite par l'entremise d'une bourse reconnue;

⁵³ La question de la dispense relative aux conventions de gré à gré dans son application aux offres d'achat visant à la mainmise est commentée à la rubrique 5(E).

⁵⁴ Fonds d'amortissement : Argent ou élément d'actif mis de côté pour une fin particulière, comme le remboursement d'obligations et autres dettes à long terme au fur et à mesure de leur échéance ou pour remplacer les bâtiments ou l'outillage usés ou obsolètes.

- lorsque l'émetteur fait des achats dans le cours normal portant sur moins de 5 pour cent des valeurs mobilières en circulation d'une catégorie au cours d'une même période de 12 mois.⁵⁵

Recommandation :

[64] Il est proposé d'éliminer l'application aux offres de l'émetteur de la dispense pour conventions de gré à gré . Il est également proposé que la LCSA offre des dispenses applicables aux offres de l'émetteur qui s'apparentent à celles que l'on trouve dans les lois provinciales. À des fins de clarté du libellé, les dispenses tout comme les définitions d'offre de l'émetteur et d'offre d'achat visant à la mainmise seraient disposées séparément dans la LCSA.

E. DISPENSE RELATIVE AUX CONVENTIONS DE GRÉ À GRÉ⁵⁶

Question :

[65] La dispense relative aux conventions de gré à gré soulève trois questions.⁵⁷ Ainsi :

- Doit-on réduire à cinq le nombre maximal d'actionnaires soumis à la dispense relative aux conventions de gré à gré, ce qui aurait pour effet de l'harmoniser avec la dispense qui se trouve dans les lois provinciales sur les valeurs mobilières?
- Doit-on restreindre la capacité des actionnaires à se regrouper afin de tenter d'obtenir plus facilement la dispense relative aux conventions de gré à gré?
- Doit-on limiter la prime par rapport au cours du marché qu'on peut payer pour des actions achetées aux termes d'une convention de gré à gré?

Contexte :

[66] En ce qui concerne la première question, l'article 194 de la LCSA prévoit une dispense pour la pollicitation «faite à moins de quinze actionnaires en vue d'acheter des

⁵⁵ Voir la rubrique 5(G).

⁵⁶ Al. 93(1)c) et par. 93(2) de la LVMQ; art. 123 et 125 de la LVMQ; al. 80(1)(c) de la BCSA.

⁵⁷ Art. 194 de la LCSA, définition d'«offre franche», al. b).

actions par voie de conventions distinctes». De façon générale, au niveau provincial, le nombre maximal d'actionnaires qui est autorisé par une dispense relative aux conventions de gré à gré est de cinq plutôt que quinze. Si l'acheteur doit se rendre jusqu'à quinze actionnaires afin d'obtenir le contrôle de la société, alors la société est probablement une société à grande diffusion et les actionnaires minoritaires devraient bénéficier de la protection qu'offrent les dispositions régissant les offres d'achat visant à la mainmise. Il s'ensuit qu'il a été soutenu que le plafond de cinq actionnaires, que prévoient les lois provinciales et qui s'applique à la dispense relative aux conventions de gré, est plus approprié.

[67] La deuxième question découle de la possibilité du regroupement de groupes d'actionnaires dans une tentative de n'être comptés que comme un seul et même actionnaire. De cette façon, l'esprit de la loi pourrait être contournée. On trouve une illustration de ce type d'activité dans la vente intermédiaire d'actions par plusieurs actionnaires à un seul actionnaire ou la formation d'une fiducie par plusieurs actionnaires de façon à ce que le fiduciaire devienne, en droit, l'unique propriétaire des actions.

[68] La troisième question que soulève les dispenses relatives aux conventions de gré à gré, c'est s'il faut adopter ou non, ainsi que le prévoient actuellement les lois provinciales sur les valeurs mobilières, une prime maximale de 15 pour cent par rapport au cours du marché qu'il peut être payé pour des valeurs mobilières achetées aux termes de la dispense.⁵⁸ À l'heure actuelle, la LCSA ne prévoit pas de plafond et il est possible de payer une prime de plus de 15 pour cent pour des valeurs mobilières achetées aux termes d'une dispense relative aux conventions de gré à gré. La limite de 15 pour cent applicable aux primes est quelque peu controversée. Les opposants soutiennent qu'il n'existe aucun fondement rationnel, théorique ou probatoire militant en faveur de l'obligation de partager la prime pour bloc de contrôle avec les actionnaires minoritaires. Ces opposants affirment que la règle constitue une dépossession injustifiable de biens personnels et font ressortir qu'aux États-Unis, les primes pour bloc de contrôle sont permises. Il est également soutenu que le plafond de 15 pour cent applicable aux primes pourrait avoir pour effet de bloquer des opérations qui bénéficieraient aux actionnaires minoritaires. Par exemple, un changement de contrôle peut être bénéfique en ce qu'il améliore la gestion de la société, mais l'actionnaire dominant pourrait résister à l'idée d'abandonner le contrôle de la société contre une prime de seulement 15 pour cent.⁵⁹

[69] Les défenseurs soutiennent pour leur part que le plafond de 15 pour cent applicable aux primes représente une tentative d'équilibrer les intérêts entre les actionnaires minoritaires et les actionnaires dominants, qui, généralement, seraient mis en cause dans une convention de gré à gré. L'actionnaire dominant jouit d'une certaine flexibilité tant que la prime obtenue n'est pas «trop importante». Ainsi qu'en font foi les lois provinciales sur les valeurs

⁵⁸ À titre illustratif : al. 93(1)c) de la LVMO; art. 123 de la LVMO; art. 80 de la BCSA.

⁵⁹ Voir Easterbrook et Fischel, «Corporate Control Transactions» (1982) 91 Yale L.J. 698.

mobilières, il est estimé que le plafond de 15 pour cent pour la prime est «approprié». Une partie de cette prime peut être attribuable à un cours supérieur au cours du marché pour les titres sous-jacents dont devraient bénéficier tous les actionnaires. L'actionnaire minoritaire est protégé grâce aux dispositions sur les offres d'achat visant à la mainmise si la prime est supérieure à 15 pour cent.

Recommandations :

[70] En ce qui concerne la première question, il est proposé de réduire de quinze à cinq le nombre maximal d'actionnaires admissibles à la dispense pour conventions de gré à gré.

[71] En ce qui concerne la deuxième question, il est proposé que lorsque le pollicitant sait ou devrait savoir que l'actionnaire avec qui il traite :

- soit a acquis les actions auprès d'autres personnes de façon à ce que le pollicitant puisse avoir recours à la dispense;
- soit détient les actions pour d'autres personnes en qualité de fiduciaire ou autre représentant légal;

alors ces autres personnes devraient être incluses dans le calcul du nombre d'actionnaires. Il serait prévu une exception en ce qui concerne les fiducies testamentaires ou non testamentaires lorsque les propriétaires effectifs n'ont aucun contrôle sur l'aliénation des actions.⁶⁰

[72] En ce qui concerne la troisième question, il est proposé que la LCSA restreigne à 15 pour cent la prime au-dessus du cours du marché qui puisse être payée aux termes de la dispense.

⁶⁰ Voir le par. 80(2) de la BCSA.

F. DISPENSE RELATIVE AUX SOCIÉTÉS FERMÉES⁶¹

Question :

[73] Devrait-on élargir la disposition de dispense actuelle applicable aux «sociétés fermées» qui se trouve dans la LCSA?⁶²

Contexte :

[74] Suivant l'article 194 de la LCSA, les offres d'achat d'actions d'une société qui compte moins de quinze actionnaires bénéficient d'une dispense. Cette dispense est incompatible avec celles que l'on trouve dans les lois provinciales sur les valeurs mobilières. Par exemple, l'alinéa 93(1)d de la LVMO dispense les offres d'achat visant à la mainmise de l'emprise de sa réglementation si «l'émetteur pollicité n'est pas un émetteur assujéti, il n'existe pas de marché officiel à l'égard des valeurs mobilières qui font l'objet de l'offre et le nombre de détenteurs de valeurs mobilières de cette catégorie ne dépasse pas cinquante...» Il a été soutenu que le seuil de quinze actionnaires est trop bas et qu'on devrait plutôt recourir à un critère analogue à celui qui se trouve dans les lois provinciales. Cet argument se fonde sur la conviction que les offres visant les actions d'une société fermée font habituellement l'objet de négociations approfondies entre les parties concernées par le processus de prise de contrôle. C'est uniquement lorsqu'une société a plus de cinquante actionnaires que les négociations deviennent plus impersonnelles et nécessitent une protection par voie de règles régissant les offres d'achat visant à la mainmise.⁶³

Recommandation :

[75] Il est proposé d'élargir les dispenses actuelles applicables aux «sociétés fermées» de façon à ce qu'elles soient analogues à celles que l'on retrouve dans la plupart des lois provinciales sur les valeurs mobilières. De façon précise, une société de régime fédéral serait dispensée des règles régissant les offres d'achat visant à la mainmise si elle satisfaisait à toutes les conditions préalables suivantes :

⁶¹ Sources : al. 93(1)d) et 93(3)g) de la LVMO; art. 122 de la LVMQ; al. 80(1)d) et 81(1)g) de la BCSA.

⁶² Art. 194 de la LCSA, définition d'«offre franche», al. c).

⁶³ Il est également à noter que la LCSA fait état d'un seuil de 15 actionnaires pour la sollicitation de procurations. Le caractère approprié de ce seuil a été examiné dans le document de consultation sur les communications relatives aux actionnaires et sollicitation de procurations (publié en août 1995, rubrique 6, page 23).

- le pollicité n'est pas une société ayant fait appel au public;
- il n'existe pas de marché officiel pour les actions visées par l'offre; et
- le nombre d'actionnaires n'est pas supérieur à cinquante, à l'exclusion de ceux qui sont ou ont été au service de l'émetteur pollicité ou d'un membre du même groupe.⁶⁴

G. DISPENSE RELATIVE AUX «ACHATS DANS LE COURS NORMAL»⁶⁵

Question :

[76] Devrait-on prévoir une dispense dans la loi qui permettrait d'acheter au plus 5 pour cent des actions d'une société sur une période de 12 mois (communément nommée une «dispense pour achats dans le cours normal»).

Contexte :

[77] Il a été soutenu qu'une personne peut régulièrement acheter des actions émises par une société sans avoir l'intention d'en prendre le contrôle. En raison de cette «absence d'intention» de prendre le contrôle de la société, une dispense des obligations régissant les offres d'achat visant à la mainmise est prévue dans les lois provinciales sur les valeurs mobilières. Cependant, cette dispense ne vaut que pour des achats modestes. À ce titre, elle permet d'acheter au plus 5 pour cent des actions d'une catégorie sur une période d'un an. Si les restrictions relatives à la quantité et au délai sont respectées, les dispositions régissant les offres d'achat visant à la mainmise ne s'appliquent pas même si on dépasse le seuil normal

⁶⁴ Cette recommandation nécessite le déplacement de la définition de «société ayant fait appel au public» qui se trouve à l'art. 126 (la partie où sont définies les transactions d'initiés) à l'art. 2 de la LCSA (la partie qui contient les définitions générales). Cela serait conséquent avec la recommandation que l'on trouve dans le document de consultation sur les amendements de nature technique qui propose de déplacer la terminologie commune à l'art. 2.

⁶⁵ Sources : al. 93(1)b) et 93(3)f) de la LVMQ; art. 126 de la LVMQ; al. 80(1)b) et 81d) de la BCSA.

relatif aux offres d'achat visant à la mainmise.⁶⁶ Cependant, la déclaration publique des achats est assurée grâce au dispositif de déclaration d'avertissement rapide et de déclaration des initiés.

[78] Il est à noter qu'on peut actuellement invoquer la dispense relative au seuil de 5 pour cent de façon indirecte dans la LCSA grâce à l'action réciproque de la définition d'«offre franche» dans l'article 194 et des règles boursières. La définition d'«offre franche» comprend les offres d'achat d'actions par l'entremise d'une bourse. Les règles boursières font état de dispenses relatives aux achats dans le cours normal qui sont analogues aux dispenses que l'on trouve dans la législation sur les valeurs mobilières.⁶⁷

Recommandation :

[79] Il est proposé de réviser la LCSA de façon à ce qu'il y soit prévu une dispense pour les achats de 5 pour cent qui soit analogue à celles que l'on trouve dans les lois provinciales sur les valeurs mobilières. Cela dispenserait un acheteur des dispositions régissant les offres d'achat visant à la mainmise lorsqu'il acquiert moins de 5 pour cent des actions d'une catégorie sur une période d'un an. Les achats par les membres du même groupe ou des personnes qui ont des liens, ou les deux, dont des personnes ou sociétés qui agissent de concert avec le pollicitant, seraient inclus dans le calcul du seuil de 5 pour cent.

[80] Dans le cas d'actions qui se négocient sur un marché officiel, la valeur de la contrepartie versée pour des actions acquises ne doit pas excéder le cours du marché à la date de l'acquisition, déterminée en conformité avec les règlements de la bourse plus une indemnité au titre des frais de courtage ou commissions raisonnables véritablement versés.

⁶⁶ L'al. 93(1)b) de la LVMO dispose qu'une offre d'achat visant à la mainmise fait l'objet d'une dispense si «l'offre vise au plus 5 pour cent des valeurs mobilières en circulation d'une catégorie de valeurs mobilières de l'émetteur et :

- (i) d'une part, le nombre total de valeurs mobilières acquises par le pollicitant et la personne ou la compagnie qui agit conjointement ou de concert avec lui au cours d'une période de douze mois, en se fondant sur la dispense prévue au présent alinéa, ne représente pas, en comptant les acquisitions faites par ailleurs par le pollicitant et cette personne ou cette compagnie au cours de la même période, plus de 5 pour cent des valeurs mobilières en circulation de cette catégorie de l'émetteur au début de la période de douze mois,
- (ii) d'autre part, s'il existe un marché officiel pour les valeurs mobilières acquises, la valeur de la contrepartie versée pour l'une quelconque des valeurs mobilières acquises ne dépasse pas le cours du marché à la date d'acquisition calculé conformément aux règlements majorés des frais de courtage ou commissions raisonnables, effectivement payés;».

⁶⁷ Toutefois, l'art. 58 du règlement de la LCSA impose à l'heure actuelle des conditions additionnelles qui, dans certains cas, pourraient être de portée plus étroite que les dispenses relatives aux achats dans le cours normal en vertu de certaines règles boursières. Le directeur nommé en application de la LCSA effectuée en ce moment des consultations portant sur la possibilité de modifier le règlement de la LCSA, dont l'art. 58.

H. DÉFINITION DE «POLLICITATION»⁶⁸

Question :

[81] Devrait-on définir la «pollicitation» comme incluant l'acceptation d'une offre de vendre des actions que l'offre ait ou non été sollicitée?⁶⁹

Contexte :

[82] Dans la LCSA, l'«offre d'achat visant à la mainmise» se définit comme la «pollicitation» en vue d'acquérir des actions qui, avec celles dont le pollicitant a déjà le contrôle ou la propriété effective, dépasserait le seuil-limite. À l'heure actuelle, l'«invitation à faire une offre» est assimilée à la «pollicitation».

[83] Suivant leur libellé actuel, il n'est pas certain que les dispositions régissant les offres d'achat visant à la mainmise de la LCSA s'appliqueraient à une situation où la pollicitation est faite en vue d'acquérir une quantité d'actions inférieure au seuil-limite, mais, en raison de l'acceptation d'une offre non sollicitée de vendre des actions, le nombre d'actions véritablement acquis dépasse ce seuil. Dans le paragraphe 89(1) de la LVMO, cette possibilité est prévue puisque la définition d'«offre d'acquisition» s'entend notamment «de l'acceptation d'une offre de vente de valeurs mobilières, que cette offre de vente ait ou non été sollicitée...»

Recommandation :

[84] Il est proposé d'élargir la définition de «pollicitation» qui se trouve dans la LCSA de telle sorte qu'elle s'entende également de l'acceptation d'une offre de vente non sollicitée.

⁶⁸ Sources : par. 89(1) de la LVMO; par. 74(1) de la BCSA.

⁶⁹ Art. 194 de la LCSA.

I. DÉFINITION DE «POLLICITANT»⁷⁰

Question :

[85] Devrait-on préciser le sens du fait d'agir «conjointement ou de concert» avec une autre personne pour effectuer une offre d'achat visant à la mainmise?⁷¹

Contexte :

[86] Les dispositions de la LCSA sur les offres d'achat visant à la mainmise s'appliquent lorsque la sollicitation vise des actions qui, avec celles dont le **pollicitant** a déjà le contrôle ou la propriété, aurait pour effet de dépasser le seuil relatif aux offres d'achat visant à la mainmise. L'article 194 définit «sollicitant» comme suit :

Toute personne, à l'exception du mandataire, qui fait une offre d'achat visant à la mainmise et, en outre, les personnes qui, même indirectement, conjointement ou de concert :

- a) ou bien font de telles offres;
- b) ou bien ont l'intention d'exercer les droits de vote dont sont assorties les actions faisant l'objet de l'offre.

[87] La LCSA ne définit pas l'expression «conjointement ou de concert». Cela peut se révéler un problème et susciter des différends sur la question de savoir si deux parties ont agi «conjointement ou de concert». Quelles relations et quelles actions permettraient de qualifier le fait, pour deux personnes, d'agir «conjointement ou de concert»?

[88] L'article 91 de la LVMO dispose que les personnes suivantes sont présumées agir «conjointement ou de concert» avec un sollicitant :

- la personne ou la compagnie qui, par suite d'une convention, d'un engagement ou d'une entente, formels ou non, avec le sollicitant ou avec toute autre personne ou compagnie qui agit conjointement ou de concert avec lui, acquiert ou offre d'acquérir des valeurs mobilières de l'émetteur, de la même catégorie que celles qui font l'objet de l'offre d'acquisition;

⁷⁰ Sources : par. 91(1) de la LVMO; art. 78 de la BCSA.

⁷¹ Art. 194 de la LCSA, définition de «sollicitant».

- la personne ou la compagnie qui, par suite d'une convention, d'un engagement ou d'une entente, formels ou non, avec le pollicitant ou avec toute autre personne ou compagnie qui agit conjointement ou de concert avec lui, a l'intention d'exercer conjointement ou de concert avec lui ou avec cette autre personne ou compagnie, des droits de vote rattachés aux valeurs mobilières de l'émetteur pollicité;
- la personne qui a un lien avec le pollicitant ou un membre du même groupe que celui-ci.

D'autres lois provinciales présentent un libellé très semblable aux dispositions susmentionnées.⁷²

[89] À l'instar de la définition de la LVMO mentionnée ci-dessus, la LCSA ne pourrait sans doute pas offrir une définition globale. Cependant, il pourrait être possible de rédiger une définition analogue à celle que l'on trouve dans les lois provinciales, qui serait du même coup plus précise sur le type de relation qui donnerait lieu à une présomption réfutable que certaines personnes agissent de concert. L'introduction d'une telle présomption informe les pollicitants de leurs obligations éventuelles et aurait pour effet d'ajouter un plus fort degré de certitude, permettant du même coup d'assurer une mise en application plus aisée de la LCSA.

Recommandation :

[90] Il est proposé de modifier la LCSA de façon à y inclure une présomption réfutable portant que les personnes entretenant certaines relations avec le pollicitant agissent conjointement ou de concert. Cela nécessiterait l'ajout d'une définition de la notion d'«agir conjointement ou de concert» qui ressemblerait à celle que l'on trouve à l'article 91 de la LVMO.⁷³ Par ailleurs, il est proposé ce qui suit :

- une personne serait présumée agir conjointement ou de concert avec un pollicitant si cette personne gère la caisse de retraite des employés du pollicitant ou la caisse de retraite des personnes de son groupe ou avec lesquelles il a des liens; et

⁷² À titre illustratif : art. 131.1 de l'ASA; art. 78 de la BCSA. L'art. 111 de la LVMO définit différemment cette notion; il y est question d'«agir comme allié ou de concert».

⁷³ Si l'on adopte pour la LCSA un libellé analogue à celui de l'art. 91 de la LVMO, il serait alors nécessaire de supprimer dans la définition d'«offre d'achat visant à la mainmise» de la LCSA la mention des personnes du même groupe ou avec lesquelles on a des liens. Cette mention dans la définition d'«offre d'achat visant à la mainmise» ferait double emploi puisque la notion de personne du même groupe et avec lesquelles on a des liens serait intégrée à la définition d'«agir conjointement ou de concert» avec un pollicitant.

- la personne qui possède des pouvoirs discrétionnaires de gestion vis-à-vis des placements d'une autre serait réputée agir de concert avec cette autre personne.

J. PROLONGATION DE LA PÉRIODE MINIMALE D'UNE OFFRE ET AUTRES QUESTIONS DE DÉLAIS

Questions :

[91] Devrait-on :

- prolonger la période minimale d'une offre;
- harmoniser les autres délais avec ceux que l'on trouve dans les lois provinciales sur les valeurs mobilières; et
- éliminer certaines distinctions entre une «offre qui porte sur la totalité des actions» et une «offre qui ne porte pas sur toutes les actions»?⁷⁴

Contexte :

[92] Les délais entraînent certaines difficultés pour les sociétés de régime fédéral parce que les lois provinciales sur les valeurs mobilières et la LCSA ne précisent pas les mêmes délais. Par exemple, l'alinéa 197 a) de la LCSA prévoit en ce moment une période minimale de dix jours au cours de laquelle les actionnaires pollicités peuvent retirer les actions déposées. Les lois provinciales prévoient une période minimale de 21 jours.

[93] Les délais légaux pourraient également être source d'autres difficultés pour les sociétés de régime fédéral et leurs administrateurs puisque ces délais pourraient être trop courts pour leur permettre de bien analyser une offre hostile, de faire des recommandations aux actionnaires ou de rechercher des offres concurrentes, ou toutes ces choses, ainsi que le leur dictent leurs devoirs fiduciaires. Les périodes minimales de dépôt sont également requises afin d'assurer que les actionnaires disposent de suffisamment de temps pour étudier à la fois l'offre initiale et toutes offres concurrentes qui pourraient être présentées. De cette façon, les périodes minimales de dépôt concourent à atteindre l'un des principaux objectifs de la réglementation sur les offres d'achat visant à la mainmise – la protection des intérêts des actionnaires. Cependant, la prolongation de la période de dépôt pourrait avoir des effets

⁷⁴ Sources : art. 95 de la LVMQ; art. 147.3 à 147.10 de la LVMQ; art. 87 de la BCSA.

modérateurs sur l'activité des prises de contrôle puisqu'elle accroîtrait l'incertitude à laquelle est confrontée un offrant et accroîtrait du même coup la vraisemblance d'une offre concurrente.

[94] En 1990, les ACVM proposaient de prolonger la période minimale d'une offre de 21 à 35 jours, de prolonger la période de révocation du dépôt des valeurs mobilières de 21 à 35 jours et d'accorder aux administrateurs d'une société visée 21 plutôt que 10 jours pour réagir à l'offre d'achat visant à la mainmise dans la circulaire du conseil d'administration.⁷⁵ En septembre 1995, le Conseil du régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario procédait à un examen en profondeur de l'origine et de la raison d'être de la période minimale d'une offre, de la situation aux États-Unis, des difficultés actuelles qu'entraîne cette période et de la question connexe des régimes de droit des actionnaires. Le Conseil recommandait que les lois provinciales sur les valeurs mobilières et la LCSA soient modifiées de telle sorte que la période minimale d'une offre soit prolongée de 21 à 35 jours.⁷⁶ Dernièrement, l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières mettait sur pied un Comité spécial sur les délais des offres publiques d'achat. Au début de janvier 1996, le Comité publiait une Demande d'observations dans laquelle sont cernés les principaux facteurs ayant une incidence sur les délais relatifs aux offres d'achat visant à la mainmise et par laquelle ils priaient les parties intéressées de soumettre leurs observations.

[95] Le recours croissant, au Canada, aux régimes de droits des actionnaires et aux pilules empoisonnées milite certainement en faveur de l'accroissement des périodes minimales de dépôt.⁷⁷ La pilule empoisonnée a pour objectif avéré le prolongement de la période réglementaire de 21 jours dont disposent les actionnaires pour étudier une offre.⁷⁸ Cependant, il est allégué que ces régimes servent également aux directions en place à se retrancher puisque seules les offres que les directions approuvent semblent échapper à l'application de la pilule empoisonnée. Si la période minimale de dépôt était rallongée dans la LCSA, l'argument principal soumis aux actionnaires en faveur de la mise en oeuvre d'une pilule empoisonnée – soit de leur accorder plus de temps pour étudier une offre – en serait affaibli.

⁷⁵ Voir «Request for Comments», vol. 13 (juin 1990) OSCB 2295.

⁷⁶ Conseil du régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario, «Submission by the Ontario Teacher's Pension Plan Board Re: Take-over Bid Rules and Shareholder Rights Plans -- A Matter of Time», septembre 1995, pages 26 et 31.

⁷⁷ Fairvest Securities Corporation déclarait que «[Traduction] la campagne 1995 de sollicitation de procurations au Canada a vu au-delà de 50 sociétés canadiennes soumettre des régimes de droit à l'intention des actionnaires pour ratification lors de leurs assemblées annuelles tandis qu'il n'y en eut qu'environ une douzaine en 1994». Voir McCall, Catherine R., «Poison Pills - the 1995 Proxy Season», Corporate Governance Review, vol. 7, n°. 3, avril-mai 1995.

⁷⁸ Il semble que de nombreuses pilules empoisonnées aient pour effet de prolonger la période de dépôt à 60 jours. Voir «Tembec Shareholders OK Rights Plan», The Financial Post, 29 juin 1995, p. 16. On trouve des preuves à l'appui de cette norme de 60 jours, mais les modalités des pilules empoisonnées évoluent constamment et changent chaque année.

[96] Fairvest Securities Corporation (Fairvest) a récemment sondé ses membres en ce qui concerne les pilules empoisonnées.⁷⁹ Sur les 40 clients sondés, 27 ont répondu. Neuf de ces 27 répondants avaient pour politique de voter contre toute pilule empoisonnée. Cependant, lorsqu'il leur était demandé de préciser leur préférence en ce qui concerne la période minimale optimale de dépôt, ils répondirent comme suit :

21 jours	0 réponses
30 jours	2 réponses
45 jours	13 réponses
60 jours	10 réponses
autre	4 réponses ⁸⁰

Ce sondage indique que les investisseurs institutionnels sont en faveur de la prolongation de la période minimale de dépôt. Cependant, cet appui, selon Fairvest, se fonde sans doute sur l'espoir qu'une période minimale plus longue viendrait réduire la faveur accordée aux pilules empoisonnées.

[97] La LCSA différencie l'«offre portant sur toutes les actions» (art. 195) et l'«offre ne portant pas sur toutes les actions» (art. 196). L'une des différences notables est le délai accordé à diverses activités. En voici une illustration :

	<u>Offre globale</u>	<u>Offre partielle</u>
a) Délai maximal accordé après la date de l'offre d'achat visant à la mainmise pour déposer les actions ⁸¹	Pas de délai	35 jours
b) Nombre minimal de jours à écouler après la date de l'offre d'achat visant à la mainmise avant que le pollicitant ne puisse prendre livraison des actions	10 jours	21 jours

[98] Il ressort du point ci-dessus qu'une offre portant sur la totalité des actions n'est assortie d'aucun délai à l'intérieur duquel un pollicitant doit prendre livraison des actions déposées et en payer le prix. Toutefois, si le pollicitant ne prend pas livraison de certaines

⁷⁹ Mackenzie, William, «Governance News», Corporate Governance Review, Fairvest Securities Corporation, juin-juillet 1995, p. 12 et 13.

⁸⁰ Deux ont indiqué préférer une période de 90 jours, un 50 jours et un 35 jours. Il est à noter que le total est supérieur à 27. La raison en est que trois répondants ont indiqué une préférence à la fois pour les périodes de 45 et de 60 jours et qu'un répondant n'a indiqué aucune préférence.

⁸¹ «Dépôt d'actions» est l'expression qu'utilise la LCSA pour désigner l'action par laquelle le pollicité remet ses actions au pollicitant.

actions, les actionnaires peuvent révoquer leur dépôt en tout temps après le 60^e jour qui suit la date de l'offre. Ainsi, une offre portant sur la totalité des actions peut s'étaler sur plusieurs mois et, sous réserve uniquement du droit de retrait après 60 jours, le pollicitant a un pouvoir de contrôle sur les actions déposées pendant cette longue période. Par ailleurs, le délai maximal à l'intérieur duquel les actions doivent être prises en livraison et payées dans le cas d'une offre partielle est de 49 jours après la date de l'offre d'achat visant à la mainmise.⁸²

Recommandations :

[99] Il est proposé de prolonger les périodes minimales d'offre et de dépôt et d'éliminer les distinctions que fait la LCSA au niveau des délais entre une «offre portant sur toutes les actions» et une «offre ne portant pas sur toutes les actions».⁸³

[100] Par conséquent, il est proposé de modifier les délais que prévoient la LCSA relativement aux offres d'achat visant à la mainmise (art. 195, 196, 197) comme suit :

- Un pollicité disposera d'au moins **quarante-cinq** jours à compter de la date de l'offre pour déposer ses actions.
- Le pollicitant ne prendra pas livraison d'actions déposées en réponse à l'offre avant qu'il ne se soit écoulé **quarante-cinq** jours à compter de la date de l'offre.
- Le pollicité pourra révoquer le dépôt de ses actions en tout temps avant qu'il ne se soit écoulé **quarante-cinq** jours à compter de la date de l'offre.
- Les administrateurs d'une société visée disposeront de **vingt et un** jours à compter de la date d'une offre pour répondre à l'offre d'achat visant à la mainmise dans la circulaire du conseil d'administration.
- Les actions devront être prises en livraison et payées au plus tard **dix** jours après l'expiration de l'offre.

⁸² On calcule ces 49 jours en additionnant les 35 jours de l'al. 196(1)b) de la LCSA et les 14 jours que prescrit l'al. 197b) de la LCSA.

⁸³ Une distinction sera toutefois maintenue dans les domaines suivants : 1^o la disposition que l'on trouve à l'al. 195c) qui exige, pour une offre portant sur toutes les actions, que le pollicitant indique s'il a l'intention d'invoquer le droit que lui confère l'art. 206 (acquisition forcée) et 2^o la disposition que l'on trouve à l'al. 196c) qui exige que le pollicitant, dans le cas d'une offre partielle où plus d'actions sont déposées que ne souhaitait le pollicitant, prenne livraison de ces actions au prorata du nombre déposé et en paie le prix.

- Si le pollicitant ne prend pas livraison ni ne paie des actions, le pollicité pourra révoquer le dépôt de ces actions cinquante jours après la date de l'offre.

Il est à noter que ces délais ne concordent pas avec ceux que prévoient les lois provinciales sur les valeurs mobilières. Plus particulièrement, la période de 45 jours qui est recommandée relativement au dépôt est substantiellement plus longue que la période de 21 jours que prévoient à l'heure actuelle les lois provinciales.

K. AVIS DE RÉVOCATION DU DÉPÔT D' ACTIONS⁸⁴

Question :

[101] Devrait-on préciser la marche à suivre pour une révocation acceptable du dépôt d'actions?⁸⁵

Contexte :

[102] À l'heure actuelle, après la date d'une offre d'achat visant à la mainmise, la LCSA prévoit une période minimale au cours de laquelle un actionnaire pollicité peut révoquer le dépôt de ses actions.⁸⁶ Malheureusement, la LCSA ne précise pas la marche à suivre qui constitue une révocation acceptable, ce qui peut donner lieu à des différends entre le pollicitant et l'actionnaire quant au caractère définitif de la «révocation». Les différends de cette nature sont plus susceptibles de se produire dans les cas où une offre concurrente est faite, laquelle se montre plus avantageuse pour l'actionnaire, mais que le pollicitant initial souhaite conserver toutes les actions déposées.

[103] Comme solution à ce problème, les lois provinciales sur les valeurs mobilières exigent des actionnaires qu'ils fournissent un avis de révocation. Ainsi, la BCSA dispose comme suit à l'alinéa 87(f) :

⁸⁴ Nouvelle disposition. Sources : par. 95(6) de la LVMO; art. 147.5 de la LVMQ; al. 87(f) de la BCSA.

⁸⁵ Al. 197a) de la LCSA.

⁸⁶ Par. 198(2) de la LCSA.

[Traduction] Un avis de révocation du dépôt de valeurs mobilières en vertu de l'alinéa (d) doit être transmis par le porteur déposant ou en son nom suivant un moyen qui permet au dépositaire désigné aux termes de l'offre d'en obtenir copie écrite ou imprimée et le dépositaire doit véritablement recevoir l'avis pour qu'il soit valide et, si l'avis est transmis en conformité avec le présent alinéa, le pollicitant doit retourner au porteur déposant les valeurs mobilières.

La LCSA pourrait être modifiée de façon à y insérer une disposition semblable. Si cela était fait, cela aurait pour effet de réduire le nombre de différends entre les pollicitants et les actionnaires. De plus, cela permettrait d'établir un ensemble de règles plus claires qui constituerait la marche à suivre pour la révocation du dépôt d'actions.

Recommandation :

[104] Il est proposé que la LCSA exige du pollicité qu'il transmette au dépositaire du pollicitant une copie écrite, imprimée ou électronique de l'avis de révocation. Une fois l'avis transmis, le pollicitant serait tenu de remettre les actions.

L. ACTIONS VENDUES PAR LE POLLICITANT AU COURS DE L'OFFRE⁸⁷

Question :

[105] Devrait-on interdire que le pollicitant vende, au cours de la période de l'offre, des actions de la catégorie visée par l'offre?

Contexte :

[106] La LCSA traite de l'achat, mais non pas de la vente, d'actions de la société visée au cours de la période de l'offre. À l'heure actuelle, la LCSA permet à un pollicitant de vendre des actions accumulées et de bénéficier de l'appréciation de leur cours sur le marché. Autre possibilité, le pollicitant pourrait tenter de déposer les actions qu'il a acquises à un offrant concurrent, accroissant d'autant la possibilité de tirer profit de la conjoncture à ce moment-là.

[107] La vente d'actions par un pollicitant est susceptible de se produire s'il décide d'abandonner l'offre. Dans ce cas, ce que fait le pollicitant, c'est, en fait, de négocier les actions grâce à des renseignements importants non divulgués et cela se nomme une opération

⁸⁷ Nouvelle disposition. Sources : par. 94(8) de la LVMO; art. 143 de la LVMQ; art. 86 de la BCSA.

d'initiés. Si la vente est permise avant que l'offre ne soit retirée le pollicitant peut tirer profit du cours du marché que l'offre aurait stimulé. Le pollicitant pourrait également déposer les actions à un offrant concurrent tandis que les actionnaires pollicités ayant déposé leurs actions auprès du pollicitant initial pourraient ne pas être en mesure d'accepter l'offre concurrente si le délai pour révoquer leur dépôt est expiré.

[108] Le fait pour le pollicitant de tirer profit de ses propres efforts de stimulation du cours du marché pourrait être considéré comme une forme de manipulation du marché. De façon semblable, le fait de déposer ses actions en faveur d'un offrant concurrent tout en empêchant des actionnaires pollicités de le faire pourrait également être considéré comme inéquitable.

[109] Il résulte de ce qui précède que les lois sur les valeurs mobilières en vigueur au Canada ont tendance à interdire la vente au cours d'une offre d'achat visant à la mainmise. Il n'est pas permis à un pollicitant de conclure de convention, d'engagement ou d'entente visant à vendre des valeurs mobilières de la catégorie visée par l'offre à compter du jour où le pollicitant annonce son intention de faire l'offre jusqu'à sa date d'expiration. Une exception est toutefois prévue lorsque le pollicitant déclare dans la circulaire d'offre d'achat qu'il a l'intention de vendre les actions au cours de l'offre.

[110] L'un des arguments qui milite en défaveur de l'adoption de ce genre de restrictions, c'est que le ciblage de sociétés potentielles à une offre d'achat visant à la mainmise peut être coûteux et, à moins qu'on ne puisse recouvrer ces coûts, les offrants pourraient être peu enclins à consacrer des ressources leur permettant de découvrir ces cibles et de faire les offres. L'identité d'une société visée peut constituer un renseignement de prime importance. Les offrants subséquents pourraient avoir à consacrer moins de ressources à l'obtention de renseignements puisqu'ils n'ont pas à identifier la cible parmi de nombreuses cibles potentielles. Par conséquent, il pourrait être en mesure d'offrir un prix plus élevé que le premier offrant et néanmoins faire un bénéfice. Les dispositions législatives sur les offres d'achat visant à la mainmise préservent certaines mesures incitatives à la recherche de cibles potentielles en permettant à un offrant d'obtenir une certaine emprise sur sa cible (à l'heure actuelle la LCSA permet un maximum de 10 pour cent) et d'en tirer profit sans que ne jouent les obligations relatives aux offres d'achat visant à la mainmise. Afin d'éviter de différer des offres d'achat visant à la mainmise, il serait peut-être également important de ne pas mettre un frein indu aux pouvoirs du pollicitant de vendre des actions à un offrant concurrent.

Recommandation :

[111] Il est proposé d'interdire à un pollicitant de vendre des actions de la catégorie visée par une offre au cours de la période de l'offre d'achat visant à la mainmise. Cependant, il serait prévu une exception lorsque le pollicitant dévoile, dans la circulaire de l'offre d'achat

visant à la mainmise, son intention de vendre des genres et nombres précis d'actions au cours de l'offre. Après l'expiration de l'offre, l'offrant défait pourrait déposer ses actions auprès de l'offrant victorieux.

M. AVIS DE CHANGEMENT DANS LES RENSEIGNEMENTS : CIRCULAIRES⁸⁸

Questions :

[112] Les changements dans les circulaires soulèvent deux questions :

- Devrait-on prévoir dans la LCSA une obligation de transmission d'un avis de changement au pollicité lorsque survient un changement dans les renseignements qui sont contenus dans une circulaire du conseil d'administration ou une circulaire d'offre d'achat visant à la mainmise ou d'offre de l'émetteur?
- Devrait-on permettre aux actionnaires pollicités de révoquer le dépôt de leurs actions en tout temps avant qu'il ne se soit écoulé dix jours à la suite de la date d'un avis de changement?

Contexte :

[113] La LCSA ne prévoit pas d'avis de changement officiel relativement aux circulaires d'offre d'achat visant à la mainmise. La seule obligation se trouve dans le règlement adopté en application de la LCSA qui veut que le pollicitant modifie sa circulaire d'offre d'achat visant à la mainmise si on découvre qu'une déclaration importante faite dans la circulaire est trompeuse ou qu'elle est devenue trompeuse en raison d'événements postérieurs à la date de la circulaire.⁸⁹ Une règle semblable existe à l'égard de la circulaire du conseil d'administration.⁹⁰

[114] L'absence de règles claires dans la LCSA peut mener à une diffusion de renseignements peu fiables et potentiellement inexacts auprès des actionnaires de la société

⁸⁸ Sources : al. 95(4)(ii), par. 98(2), 98(3) et 99(6) de la LVMO; art. 130, 131, 132, 138, 139 et 147.5 de la LVMQ; par. 90(2), 90(3) et al. 91(6)(a) et 91(6)(b) de la BCSA.

⁸⁹ Par. 67(2) du règlement de la LCSA.

⁹⁰ Par. 69(3) du règlement de la LCSA.

pollicitée. Il s'ensuit que cela pourrait entraver les marchés financiers. L'un des éléments primordiaux du régime des offres d'achat visant à la mainmise devrait être d'assurer que des renseignements exacts sont transmis aux actionnaires pollicités.

[115] Les lois provinciales sur les valeurs mobilières obligent à transmettre un avis de changement lorsqu'il est raisonnable de croire que le changement dans les renseignements que contient une circulaire aura une influence sur la décision des actionnaires pollicités d'accepter ou de rejeter l'offre. Cette obligation est assez large pour y inclure l'information trompeuse, un changement dans les faits et ainsi de suite.

Recommandations :

[116] Il est proposé de modifier la LCSA de façon à rendre obligatoire la transmission d'un avis de changement lorsqu'une modification s'est produite dans les renseignements que contient une circulaire du conseil d'administration ou d'offre d'achat visant à la mainmise/de l'émetteur (ou dans un avis de changement antérieur). Cela ne serait exigé que si l'on pouvait raisonnablement estimer que le changement aurait une influence sur la décision des actionnaires pollicités d'accepter ou de refuser l'offre.

[117] Il est également proposé de modifier la LCSA de façon à ce qu'il soit permis de révoquer le dépôt d'actions en tout temps avant qu'il ne se soit écoulé dix jours à la suite de la date d'un avis de changement dans les renseignements que contient une circulaire d'offre d'achat visant à la mainmise ou d'offre de l'émetteur.⁹¹

N. AVIS DE MODIFICATION : CONDITIONS DE L'OFFRE⁹²

Question :

[118] Devrait-on exiger dans la LCSA qu'un avis de modification soit transmis aux pollicités lorsqu'il se produit une modification dans les conditions de l'offre et devrait-on prévoir une prolongation de dix jours relativement au dépôt et à la révocation qui se calculent à compter de la date de l'avis?

⁹¹ La période de révocation ne serait pas prolongée à la suite d'un avis de changement dans les renseignements que contient une circulaire du conseil d'administration. Autrement, les administrateurs de la société visée auraient le pouvoir de prolonger la période de l'offre d'achat visant à la mainmise de façon indéfinie en apportant des changements à la circulaire du conseil d'administration.

⁹² Nouvelle disposition. Sources : par. 98(4), 98(5) et 98(6) de la LVMO; art. 130, 131, 138, 147.5 et 147.8 de la LVMQ; par. 91(6), 92(1), 92(2) et 92(3) de la BCSA.

Contexte :

[119] La LCSA ne comporte pas de dispositions advenant une modification aux conditions d'une offre. Cependant, un degré minimal d'équité voudrait qu'il faille transmettre aux actionnaires sollicités un avis écrit de modification. Sauf exception, il pourrait également être accordé aux actionnaires un délai pour reconsidérer l'offre. Ces exceptions pourraient se limiter aux cas suivants :

- la modification est très facile à évaluer ou peu susceptible d'avoir une influence sur la décision des actionnaires; et
- la modification n'est tout simplement qu'une prolongation de la durée de l'offre.

Recommandation :

[120] Il est proposé de modifier la LCSA de façon à ce que, lorsqu'une offre est modifiée dans ses conditions, le pollicitant soit tenu d'envoyer un avis de modification à chaque personne ayant reçu la circulaire d'offre d'achat visant à la mainmise ou d'offre de l'émetteur mais dont les actions n'ont pas été prises en livraison et payées à la date de la modification.⁹³

[121] Les renseignements contenus dans un avis de modification seraient prévus par règlement. Ils comprendraient vraisemblablement :

- une description de la modification aux conditions de l'offre;
- la date de la modification;
- la date jusqu'à laquelle les actions peuvent être déposées et prises en livraison par le pollicitant; et
- les droits de révocation que peuvent invoquer les actionnaires.

[122] Advenant une modification, les actions pourraient être déposées ou leur dépôt révoqué durant la période de 10 jours suivant l'avis de modification. Cela serait assujéti aux trois exceptions suivantes :

⁹³ En vertu de l'al. 197d), toute majoration de la contrepartie devrait être versée à ceux dont les actions ont déjà été prises en livraison.

- lorsque les actions ont été prises en livraison et payées par le pollicitant à la date de l'avis;
- lorsque la modification ne porte que sur une majoration du prix ou que le délai du dépôt n'est pas prolongé au-delà de 10 jours, ou ces deux facteurs; et
- lorsque les modifications consistent uniquement à renoncer à une condition de l'offre dans les cas où la contrepartie offerte pour les actions n'est qu'en espèces.⁹⁴

O. PÉRIODES D'INTÉGRATION⁹⁵

Question :

[123] Devrait-on prévoir des périodes d'intégration antérieures et postérieures à l'offre?

Contexte :

[124] Une période d'intégration antérieure à l'offre nécessite généralement que le pollicitant doive payer un prix identique ou supérieur pour les actions achetées au cours de la période de l'offre d'achat visant à la mainmise que celui qui a été payé pour la même catégorie d'actions au cours d'une période antérieure à l'offre. Une période d'intégration postérieure à l'offre interdit au pollicitant d'offrir un prix supérieur au prix de l'offre durant une période déterminée après l'offre d'achat visant à la mainmise.

[125] Ces périodes d'intégration visent à assurer une égalité de traitement à tous les actionnaires en empêchant les porteurs de blocs importants d'actions d'obtenir un prix supérieur pour leurs actions.

[126] La LCSA ne prévoit l'intégration que pendant la période de dépôt relative à l'offre d'achat visant à la mainmise. Les alinéas 197 d) et 197 f) de la LCSA disposent qu'un prix identique doit être offert à tous les actionnaires visés par une offre d'achat visant à la mainmise si le pollicitant achète des actions de façon indépendante.

⁹⁴ Il est proposé d'introduire ces exceptions, en raison de leur nature importante, uniquement dans la loi et non dans le règlement.

⁹⁵ Nouvelle disposition. Sources : par. 134.1(2) de l'ASA; par. 85(1) de la BCSA; par. 85(5) de la LVMM; par. 100(5) de la NSSA; par. 95(5) de la NSA; par. 94(5) et 94(6) de la LVMO; art. 142.1 de la LVMO; par. 103(6) de la SSA.

[127] Les primes potentielles versées dans le cadre d'achats de gré à gré soulèvent quelques inquiétudes lorsque cela survient dans un intervalle rapproché d'une offre publique. Parfois, dans le cadre d'achats de gré à gré, les détenteurs de blocs importants d'actions visées sont en mesure d'obtenir, ou, à tout le moins, on les perçoit comme étant en mesure de le faire, un certain avantage du point de vue du prix ou du pourcentage d'actions prises en livraison. Les lois provinciales sur les valeurs mobilières possèdent des dispositions sur l'intégration qui font qu'on ne peut obtenir de tels avantages.

Recommandations :

[128] Il est proposé de modifier la LCSA de façon à y prévoir une période d'intégration antérieure à l'offre semblable à celles qui se trouvent dans les lois provinciales. Lorsqu'un pollicitant fait une offre d'achat visant à la mainmise et, au cours de la période de 90 jours qui précède l'offre, le pollicitant a acquis des actions visées par l'offre, il doit :

- offrir une contrepartie au moins égale à celle qui a été versée aux termes de l'opération précédente pour les actions de la même catégorie que celle qui est visée par l'offre; et
- offrir d'acquérir aux termes de l'offre le même pourcentage d'actions de la catégorie que celle visée par l'offre qui ont été acquises auprès d'un vendeur dans le cadre d'une opération antérieure.

[129] Il est également proposé de réviser la LCSA de façon à y prévoir une période d'intégration postérieure à l'offre qui interdirait, durant les 20 jours qui suivent l'expiration de l'offre, l'achat d'actions de la même catégorie à un prix qui n'a pas été offert de façon générale à l'ensemble des actionnaires.⁹⁶ Cette disposition serait semblable à celles que l'on trouve dans les lois provinciales.

⁹⁶ La période de 20 jours a été choisie dans l'intérêt de l'harmonisation avec les lois provinciales sur les valeurs mobilières.

P. ACQUISITIONS FORCÉES⁹⁷

Question :

[130] Devrait-on modifier la LCSA afin d'accorder aux actionnaires minoritaires le droit, dans certains cas, de forcer la société à acheter leurs actions?⁹⁸

Contexte :

[131] Le pollicitant qui acquiert 90 pour cent des actions en circulation d'une catégorie a le droit, en vertu du paragraphe 206(2) de la LCSA, d'acquérir les actions restantes. Ce droit d'acquisition oblige les actionnaires non déposants à vendre leurs actions et permet à l'actionnaire majoritaire de «transformer la société ouverte en société fermée». Cependant, la LCSA n'a pas de solution à offrir dans le cas où le pollicitant décide de ne pas prendre livraison des actions de certains actionnaires,⁹⁹ ce qui pourrait laisser ces actionnaires dans une position extrêmement précaire puisque leurs actions ne seraient plus cotées ou que leur marché serait peu liquide. Ce groupe d'actionnaires minoritaires est également peu susceptible d'avoir une influence significative sur la direction de la société.

[132] L'article 189 de la Loi sur les sociétés par actions de l'Ontario (LSAO) prévoit des dispositions à cet effet puisqu'il autorise les actionnaires, dans certains cas, à forcer la société à acheter leurs actions. Tandis que l'article 188 confère aux actionnaires majoritaires le droit d'acheter les minoritaires, l'article 189 permet aux actionnaires minoritaires d'exiger d'être achetés, non pas par un actionnaire majoritaire, mais par la société. La valeur offerte est fixée par la société ou peut être fixée par un tribunal.

[133] Les acquisitions forcées, ou, à tout le moins, leur éventualité, peuvent être source d'inquiétude pour les sociétés. Les frais qu'entraîne l'envoi d'un avis que prescrit la LSAO peuvent être importants et la fréquence de ces envois par la poste soulève également des questions. Le seul fardeau des capitaux à déboursier que nécessite une acquisition forcée pourrait avoir de graves conséquences financières.

⁹⁷ Nouvelle disposition. Sources : art. 189 de la Loi sur les sociétés par actions de l'Ontario (LSAO).

⁹⁸ Cette question est également envisagée dans le document de consultation sur les transformations en société fermée relatif à la LCSA qui a été publié en août 1995, à la rubrique 5, aux pages 23 et 24.

⁹⁹ Ou si un actionnaire majoritaire acquiert 90% des actions au moyen d'une opération dispensée ou qu'il existe un actionnaire qui détient 90% des actions.

Recommandation :

[134] Il est proposé de modifier la LCSA, en des termes semblables à l'article 189 de la LSAO,¹⁰⁰ de façon à accorder aux actionnaires minoritaires le droit d'exiger de la société qu'elle rachète leurs actions si un actionnaire majoritaire a la propriété ou le contrôle de plus de 90 pour cent des actions de la société.

Option :

[135] Maintenir les choses en l'état et ne pas modifier la LCSA de façon à permettre les acquisitions forcées.

Q. SEUIL DES ACQUISITIONS FORCÉES¹⁰¹

Question :

[136] Devrait-on modifier la LCSA afin d'abaisser le seuil relatif aux acquisitions forcées par les actionnaires majoritaires, de son niveau actuel de 90 pour cent des actions non détenues par le pollicitant au niveau de 90 pour cent des actions de cette catégorie, et permettre à un actionnaire majoritaire de faire jouer son droit sans avoir à faire une offre d'achat visant à la mainmise?¹⁰²

Contexte :

[137] À l'heure actuelle, l'une des difficultés que les pollicitants pourraient éprouver à recourir au paragraphe 206(2) de la LCSA tourne autour de l'expression «sans tenir compte des actions détenues». Ce libellé signifie que, même si le pollicitant détient déjà 89 pour cent d'une catégorie d'actions, il doit obtenir 90 pour cent du 11 pour cent restant des actions afin de pouvoir recourir au paragraphe 206(2). Cela rend plus difficile le recours au paragraphe 206(2). Si le libellé susmentionné était supprimé, alors le pollicitant n'aurait à

¹⁰⁰ Tout comme en vertu de l'article 189 de la LSAO, la société serait tenue d'aviser tous les actionnaires minoritaires de leur droit de la forcer à acheter leurs actions.

¹⁰¹ Nouvelle disposition. Sources : art. 189 de la LSAO.

¹⁰² Cette question est également envisagée dans le document de consultation sur les transformations en société fermée relatif à la LCSA, publié en août 1995, à la rubrique 7, aux pages 27 à 29. Le document traite de la question de savoir si le seuil prévu à l'article 206 devrait être ramené à 67% afin de correspondre au seuil qui est généralement imposé dans le cas des opérations de transformation en société fermée.

acquérir que le pourcentage des actions restantes qui lui conférerait 90 pour cent ou plus de toutes les actions d'une catégorie afin de pouvoir invoquer le droit conféré par le paragraphe 206(2). Cela aurait pour effet que l'utilisation du droit d'acquisition prévu par le paragraphe 206(2) serait plus fréquent.

[138] De façon semblable, un actionnaire majoritaire peut actuellement détenir plus de 90 pour cent des actions d'une catégorie sans être autorisé à invoquer le droit d'acquisition forcée à moins de faire une offre d'achat visant à la mainmise et que 90 pour cent des pollicités n'acceptent l'offre. On pourrait remanier cet article de façon à permettre à un tel actionnaire majoritaire d'invoquer le pouvoir des acquisitions forcées sans avoir à faire une offre d'achat visant à la mainmise. Un actionnaire majoritaire pourrait avoir détenu le 90 pour cent requis pendant un certain temps ou avoir acquis 90 pour cent ou plus de la catégorie d'actions visées grâce à une opération dispensée (par exemple, une convention de gré à gré faisant l'objet d'une dispense).

[139] Toutefois, le droit à l'acquisition forcée est un droit extraordinaire qui confère à une personne le pouvoir, essentiellement, d'exproprier la propriété privée d'une autre personne. De plus, l'obligation voulant qu'il y ait offre d'achat visant à la mainmise et que l'offre soit acceptée par 90 pour cent des pollicités aide à assurer que le prix de l'achat forcé soit équitable. Si 90 pour cent des pollicités acceptent l'offre, on peut être assuré, dans une certaine mesure, que le prix est juste. L'article 206 prévoit un mécanisme qui permet aux actionnaires minoritaires d'opposer leur dissidence et de faire fixer par un tribunal une «juste valeur». Ce mécanisme et d'autres mécanismes relatifs à l'équité pourraient être introduits dans un article 206 refondu afin d'aider à garantir une équité pour les actionnaires minoritaires. Nombre de ces questions d'équité sont discutées dans le document de consultation d'Industrie Canada sur les transformations en société fermée publié en août 1995.

Recommandation :

[140] Il est recommandé de ne pas modifier la LCSA et de continuer à obliger le pollicitant, par le jeu de l'article 206, à acquérir 90 pour cent des actions qu'il ne détient pas. Tout mécanisme amélioré qui permettrait aux actionnaires majoritaires d'éliminer les minoritaires devrait être envisagé dans le contexte des transformations en société fermée, qui font l'objet d'un autre document de consultation.

Options :

[141] (A) Supprimer l'expression «sans tenir compte des actions détenues» du paragraphe 206(2) de la LCSA de façon à permettre à un pollicitant qui détient 90 pour cent des actions d'une catégorie d'acquérir les actions restantes.

[142] (B) Remanier l'article 206 de façon à permettre à un actionnaire détenant plus de 90 pour cent des actions d'une catégorie d'acquérir les actions restantes (qu'une offre d'achat visant à la mainmise ait ou non été faite).

R. DISPENSE DES DISPOSITIONS SUR LES OFFRES D'ACHAT VISANT À LA MAINMISE¹⁰³

Question :

[143] Devrait-on autoriser le directeur nommé en application de la LCSA à accorder des dispenses en ce qui concerne les dispositions de la partie XVII de la LCSA (Offres d'achat visant à la mainmise)?

Contexte :

[144] La partie XVII de la LCSA, qui porte sur les offres d'achat visant à la mainmise, constitue l'un des champs qui est soustrait au pouvoir de dispense du directeur. À l'heure actuelle, en vertu de l'article 204 de la LCSA, l'intéressé peut s'adresser à un tribunal pour qu'il rende une ordonnance dispensant une offre des dispositions sur les offres d'achat visant à la mainmise.

[145] Cela impose un fardeau aux tribunaux et peut être coûteux pour les demandeurs. De plus, en habilitant le directeur nommé en application de la LCSA, qui possède l'expérience de ce domaine, à accorder des dispenses, on peut s'attendre à des procédures plus expéditives et moins coûteuses.

[146] Il faudrait également songer à la question de savoir si le pouvoir de dispense du directeur ne devrait lui être accordé qu'au cas par cas ou s'il ne pourrait pas accorder des dispenses globales. La capacité à accorder des dispenses globales exonérant, par exemple, les pollicitants qui se conforment à un autre régime approuvé, pourrait permettre au directeur nommé en application de la LCSA de régler la plupart des cas de chevauchement réglementaire, si ce n'est tous les cas.

¹⁰³ Nouvelle disposition. Sources : al. 144(2)(c) de l'ASA; al. 96(2)(c) de la BCSA; al. 95(2)(c) de la LVMM; al. 110(2)(c) de la NSSA; al. 105(2)(c) de la NSA; al. 104(2)(c) de la LVMO; art. 263 de la LVMO; al. 113(2)(c) de la SSA.

Recommandation :

[147] Il est proposé de conférer au directeur le pouvoir d'accorder des dispenses à la fois au cas par cas et des dispenses d'application générale vis-à-vis des dispositions de la partie XVII de la LCSA. Ce pouvoir, comme d'autres pouvoirs de dispense du directeur, serait assujéti à la révision judiciaire prévue par l'article 246.

S. CONVERSION D'UNE OFFRE POUR TOUTES LES ACTIONS EN UNE OFFRE PARTIELLE¹⁰⁴

Question :

[148] Devrait-on interdire la conversion d'une offre portant sur toutes les actions en une offre ne portant pas sur toutes les actions?¹⁰⁵

Contexte :

[149] En vertu de la LCSA, il est permis à un pollicitant de convertir une offre portant sur toutes les actions en une offre partielle, qui est alors régie par les règles qui portent sur les offres partielles. La protection des actionnaires minoritaires est une question préoccupante lorsqu'une offre portant sur toutes les actions est transformée en une offre partielle. Au moment de la conversion en une offre partielle, le pollicitant pourrait tout simplement ne conserver que les actions achetées jusqu'à ce moment-là, ignorant ainsi les autres actionnaires dont les actions n'ont pas été déposées. Cette façon de faire pourrait placer certains actionnaires dans une situation de net désavantage.

Recommandation :

[150] Il est proposé, si une offre portant sur toutes les actions devient une offre partielle, d'obliger à l'assortir d'un nouvel ensemble de conditions. En instaurant cette procédure, les droits des actionnaires minoritaires seraient protégés parce qu'un avis de modification aux conditions de l'offre devrait être diffusé et une période de révocation/de prolongation de 10 jours serait offerte aux actionnaires.

¹⁰⁴ Nouvelle disposition.

¹⁰⁵ Par. 196(2) de la LCSA.

Option :

[151] Autre possibilité, la LCSA pourrait interdire la conversion d'une offre portant sur toutes les actions d'une catégorie en une offre ne portant pas sur toutes les actions de la catégorie. Si le pollicitant décide de procéder ainsi, une nouvelle offre d'achat visant à la mainmise devrait être faite.

T. TRANSMISSION DE RENSEIGNEMENTS AUX NON-RÉSIDENTS EN CAS D'OFFRE D'ACHAT VISANT À LA MAINMISE

Question :

[152] Devrait-on obliger la transmission de renseignements aux actionnaires hors du Canada advenant une offre d'achat visant à la mainmise?¹⁰⁶

Contexte :

[153] Les articles 198 et 201 de la LCSA disposent qu'on est tenu d'envoyer aux seuls actionnaires qui sont des résidents canadiens les circulaires d'offre d'achat visant à la mainmise et du conseil d'administration. Dans le paragraphe 198(3) de la LCSA, on définit «actionnaires résidant au Canada». Ce paragraphe dispose que «les actionnaires d'une société pollicitée sont réputés résider au Canada si leur dernière adresse figurant au registre des valeurs mobilières de cette société est au Canada».

[154] Au cours de la série préliminaire de consultations, certains intervenants ont soutenu que les renseignements relatifs à une offre d'achat visant à la mainmise devraient être envoyés à tous les actionnaires. Cela est conforme au principe sous-jacent à la LCSA qui veut que tous les actionnaires soient traités avec égalité. Suivant le libellé actuel de la LCSA, les actionnaires qui résident au Canada sont traités plus favorablement. Il s'ensuit que les investisseurs étrangers qui investissent dans des sociétés de régime fédéral pourraient ne pas être informés d'une offre d'achat visant à la mainmise. Cela pourrait entraver les marchés financiers canadiens en rendant les investisseurs étrangers plus prudents à propos de leurs investissements dans des sociétés de régime fédéral.

[155] Par ailleurs, les pollicitants et les sociétés devraient engager des frais supplémentaires afin de s'assurer que les actionnaires qui résident hors du Canada reçoivent les renseignements relatifs à une offre d'achat visant à la mainmise et que la pollicitation se

¹⁰⁶ Seuls les résidents canadiens reçoivent les circulaires d'offre d'achat visant à la mainmise et du conseil d'administration (par. 198(1), 198(2) et art. 201 de la LCSA).

conforme aux obligations de ces territoires étrangers, plus particulièrement les obligations en vigueur aux États-Unis. Le coût de ces démarches pourrait être prohibitif ou hors de proportion par rapport au nombre d'actionnaires dans le territoire étranger, ou ces deux choses à la fois. De plus, l'obligation de diffuser des renseignements relatifs à une offre d'achat visant à la mainmise à des non-résidents du Canada exposerait l'expéditeur à la possibilité de litige pour ne pas avoir satisfait aux obligations d'information des pays où les documents sont envoyés. À l'heure actuelle il n'est pas manifeste que les entraves accrues causées aux marchés financiers l'emporteraient sur les frais de diffusion plus élevés et le risque élevé de litige.

[156] Les provinces et les États-Unis se sont entendus sur un Régime d'information multinational (RIM).¹⁰⁷ La partie de ce régime qui porte sur les offres d'achat visant à la mainmise permet aux sociétés de diffuser l'information relative à une telle offre aux actionnaires dans l'autre pays tout en ayant à se conformer uniquement aux obligations d'information de leur territoire d'origine à cet égard. Cela a pour effet de réduire grandement les frais de diffusion et le risque de litige.

Recommandation :

[157] À l'heure actuelle, la LCSA ne devrait pas être modifiée afin d'exiger que les renseignements relatifs à une offre d'achat visant à la mainmise soient diffusés auprès de non-résidents du Canada.

Option :

[158] Modifier la LCSA de façon à obliger l'envoi de renseignements aux actionnaires qui résident dans des territoires avec qui un accord de RIM a été passé.

U. CHANGER CERTAINES EXPRESSIONS FRANÇAISES POUR DES EXPRESSIONS PLUS RÉPANDUES

Question :

[159] Devrait-on changer certaines des expressions en français dans les dispositions relatives aux offres d'achat visant à la mainmise que l'on trouve dans la LCSA afin qu'elles correspondent à celles qui sont en usage dans la LVMQ et ailleurs?

¹⁰⁷ Se reporter à l'Instruction générale canadienne n°45 des ACVM.

Contexte :

[160] La version française de la LCSA utilise l'expression «offre d'achat visant à la mainmise» pour «take-over bid». D'autres provinces (le Nouveau-Brunswick, le Manitoba, l'Ontario) ont suivi la LCSA pour la terminologie française utilisée dans leurs lois sur les valeurs mobilières et les sociétés.

[161] Cependant, la LVMQ utilise l'expression «offre publique d'achat» plutôt qu'«offre d'achat visant à la mainmise». L'expression «offre publique d'achat» est plus répandue auprès des commentateurs et elle est également en usage dans des pays d'Europe, dont la France.

[162] La terminologie de la LCSA cause des problèmes au pollicitant qui fait une offre d'acquisition d'actions d'une société de régime fédéral dont les actionnaires sont situés dans la province de Québec.¹⁰⁸ Les praticiens qui préparent une offre d'achat visant à la mainmise en français doivent recourir à deux expressions différentes pour «offre d'achat visant à la mainmise». L'harmonisation de la LCSA avec l'expression plus répandue en usage dans la LVMQ permettrait d'éviter cette double terminologie et serait plus facile à manier pour les sociétés pollicitantes de régime fédéral.

[163] De plus, si les dispositions de la LCSA sur les offres d'achat visant à la mainmise ne s'appliquaient plus aux sociétés fermées ainsi que cela est recommandé à la rubrique 5(F), l'expression «offre publique d'achat» pourrait être utilisée. Elle ne pourrait être utilisée si les dispositions sur les offres d'achat visant à la mainmise de la LCSA continuaient de s'appliquer aux sociétés fermées parce que la pollicitation d'actions d'une société fermée comptant plus de 15 actionnaires n'est pas «publique».

[164] Certaines autres expressions françaises en usage dans les dispositions de la LCSA sur les offres d'achat visant à la mainmise ne sont plus des expressions en usage dans la LVMQ ou auprès des médias. On trouvera ci-dessous certaines de ces expressions françaises actuellement en usage dans la LCSA, les «nouvelles» expressions proposées qui remplaceraient les anciennes et la version correspondante en anglais de ces expressions.

¹⁰⁸ Les règles de la LCSA sur les offres d'achat visant à la mainmise concernent les offres qui sont faites partout au Canada à des actionnaires de sociétés de régime fédéral (art. 194). Cependant, une telle offre est assujettie à une loi provinciale sur les valeurs mobilières lorsqu'elle est faite à une personne ou une société qui se trouve dans cette province ou qu'elle est faite à tout détenteur de valeurs mobilières de l'émetteur pollicité dont la dernière adresse qui apparaît dans les registres de celui-ci se trouve dans la province (par. 89(1) de la LVMO; art. 113 de la LVMQ; par. 74(1) de la BCSA).

	<u>Expression dans la LCSA</u>	<u>Nouvelle expression</u>	<u>Anglais</u>
●	Pollicitant	Initiateur	Offeror
●	Pollicité	Porteur de titres de la catégorie visée	Offeree
●	Société pollicitée	Société visée	Offeree corporation

Recommandation :

[165] Modifier la LCSA en remplaçant, dans sa version française, l'expression «offre d'achat visant à la mainmise» par «offre publique d'achat». Il est également recommandé que les autres expressions françaises «nouvelles» énumérées ci-dessus remplacent celles qui sont actuellement en usage dans les dispositions de la LCSA sur les offres d'achat visant à la mainmise.¹⁰⁹

V. PRISES DE CONTRÔLE ADOSSÉES¹¹⁰

Question :

[166] Doit-on assujettir les prises de contrôle adossées («leveraged buy-out») à la partie XVII de la LCSA afin de protéger les créanciers et les actionnaires minoritaires?

¹⁰⁹ Le document de consultation sur les amendements de nature technique relatif à la LCSA (publié en septembre 1995) comporte également des commentaires sur la modernisation de la terminologie des valeurs mobilières en usage dans la LCSA (rubrique 4, pages 7 et 8).

¹¹⁰ Nouvelle disposition.

Contexte :

[167] Une prise de contrôle adossée (PCA) est une opération par laquelle l'acheteur d'une société a recours aux éléments d'actif de cette société pour financer son acquisition.¹¹¹ Un auteur a fait état de certaines préoccupations soulevées à propos des PCA :

[Traduction] Bien que les prises de contrôle de grande envergure, telles celles de RJR Nabisco, aient permis de faire connaître les PCA au public, les difficultés financières largement médiatisées qu'a causées la prise de contrôle d'Allied Stores Corp. et de Federated Department Stores Inc. par Campeau Corporation ont fait la preuve des graves conséquences que cela entraîne pour la société visée lorsque ces éléments d'actif sont minés à un tel point par l'endettement qu'ils ne peuvent suffire à produire assez de revenus pour éponger les dettes de la société.¹¹²

[168] Par ailleurs, il peut être soutenu que les PCA rendent possible un plus grand nombre d'offres d'achat visant à la mainmise, ce qui profite aux actionnaires à qui il est offert la possibilité de vendre leurs actions à prime et ce qui a le potentiel de bien servir d'autres intéressés dans l'entreprise, qui pourraient tirer profit d'une gestion améliorée.

[169] Les PCA ne sont pas directement réglementées par la LCSA ni les lois provinciales sur les valeurs mobilières. Cependant, certaines dispositions de la LCSA ont des répercussions sur ce sujet. Ainsi, l'article 199 de la LCSA exige à l'heure actuelle d'un pollicitant qu'il s'assure «de la disponibilité des fonds nécessaires [au] paiement» des actions déposées dans le cadre d'une offre d'achat visant à la mainmise.¹¹³

[170] Cette disposition, introduite en 1970 dans le régime juridique fédéral du droit des sociétés, s'inspirait d'une disposition de la LVMO (maintenant l'article 96). L'article 96, bien que libellé différemment, impose essentiellement la même obligation. Les documents préparés à l'intention du Parlement expliquant la raison d'être des politiques de la modification de 1970 du régime juridique fédéral des sociétés énonçaient que cet article aurait, pour ainsi dire, pour effet de faire obstacle à toute offre d'achat visant à la mainmise faite sous condition que le pollicitant obtienne les fonds nécessaires à une date ultérieure.

¹¹¹ L'offre d'achat visant à la mainmise de Chrysler Corporation que faisait Kirk Kerkorian en mai 1995 constitue un exemple récent de PCA. L'offre de 22 milliards \$ US s'appuyait sur 13 milliards \$ en fonds empruntés, 5,5 milliards \$ provenant de la société visée, Chrysler Corporation, et seulement 3,5 milliards \$ des offrants. Voir «Kerkorian Pulls Offer for Chrysler», *Globe & Mail* (1^{er} juin 1995), p. 1, cahier B.

¹¹² Nicholas Dietrich, Working with the Ontario Business Corporations Act: The Practitioner's Experience, The Law Society of Upper Canada, Department of Continuing Education, 1989, p. 2. Plus récemment, Frederick Toole dans «Financial Assistance by Corporations [:] S. 43 Business Corporations Act (N.-B.)» dans *New Brunswick CLE Corporate Law Conference* (14 septembre 1990), p. 1.

¹¹³ L'art. 199 de la partie XVII (Offres d'achat visant à la mainmise) dispose expressément comme suit : «Lorsque l'offre d'achat visant à la mainmise prévoit que le prix des actions déposées sera payé intégralement ou partiellement en numéraire, le pollicitant doit s'assurer de la disponibilité des fonds nécessaires à ce paiement.»

[171] Pour autant que nous ayons pu l'établir, les tribunaux n'ont pas eu à donner d'interprétation sur l'article 199 à l'égard de toute PCA proposée et à l'égard de la question de savoir si le recours aux fonds d'une société visée pouvait être considéré comme une façon appropriée de «s'assurer de la disponibilité des fonds».¹¹⁴ La jurisprudence semble s'attarder sur la question de savoir si les actions devant être achetées seront payées et non pas sur les dispositions ultérieures à l'offre d'achat visant à la mainmise.¹¹⁵ Par conséquent, un financement provisoire approprié obtenu d'une banque, suivi d'un soutien financier sous forme de prêts ou de garanties de la société visée après l'achat, pourrait être acceptable en vertu de l'article 199 quoiqu'il n'existe aucune jurisprudence sur ce point.

[172] L'article 44 de la LCSA constitue une autre disposition pertinente qui impose certaines restrictions à l'aide financière en vue d'acheter des actions. Un autre document de consultation relatif à la deuxième étape de la réforme de la LCSA¹¹⁶ examine de façon générale les préoccupations soulevées par l'article 44. Toutefois, l'article 44 empiète également sur la partie XVII de la LCSA dans le domaine d'une offre d'achat visant à la mainmise par PCA. L'une des raisons invoquées en 1929 en faveur de l'imposition des restrictions sur l'aide financière à l'achat d'actions était d'empêcher les PCA que certains considéraient «parfaitement incorrectes» à ce moment-là.

¹¹⁴ L'un des arrêts publiés emportant interprétation de l'art. 199 statuait qu'un pollicitant avait fait défaut de se conformer à cette disposition puisque la circulaire ne faisait état que des dispositions financières vis-à-vis de l'une d'entre plusieurs issues possibles de l'offre (l'offre portait sur 50,1% des actions mais faisait aussi état de la possibilité que le pollicitant prenne livraison de plus de 50,1%) : voir Re Calgary Power Ltd. and Atco Ltd. (1980), 115 D.L.R. 625 (Alta Q.B.). Le financement de l'offre par l'entremise de l'actif de la société visée n'était pas en cause. Le deuxième arrêt publié, Nalcap Holdings Inc. c. Kelvin Energy Ltd., [1988] R.J.Q. 2768 (C.S.), fait l'objet de commentaires plus bas.

¹¹⁵ Dans Nalcap Holdings Inc. c. Kelvin Energy Ltd., [1988] R.J.Q. 2768 (C.S.), la cour statuait à la p. 2773, comme suit :

[Traduction] Le fait que [le pollicitant] soit, à toutes fins pratiques, insolvable ne lui interdit pas de faire une offre d'achat visant à la mainmise à la condition qu'il se conforme à la loi et aux règlements. Les dispositions législatives sur les offres d'achat visant à la mainmise ont pour objectif de protéger les droits et les intérêts des actionnaires de la société pollicitée, non pas ceux du pollicitant...

La cour poursuivait ainsi, pp. 2775 et 2776 :

[Traduction] ... le pollicitant doit également avoir pris des dispositions afin de s'assurer que l'actionnaire qui dépose ses actions touchera le paiement à leur égard dans les délais stipulés dans l'offre, dans ce cas dix jours après l'expiration de l'offre d'achat visant à la mainmise. De plus, les dispositions à cet égard doivent être «appropriées». La loi n'envisage pas la possibilité qu'on persuade un actionnaire de déposer ses actions en réponse à une offre comptant d'achat visant à la mainmise pour s'apercevoir en fin de compte que le pollicitant n'a pas pris les dispositions nécessaires en matière de fonds qui lui permettraient de payer ce qu'il s'est engagé à acheter.

... aucune offre comptant d'achat visant à la mainmise ne peut être faite sous le régime de droit canadien à moins que le pollicitant ne soit dans une situation financière qui lui permette de payer ce qu'il se propose d'acheter ou qu'il n'ait pris les dispositions appropriées à cette fin. Dans le présent cas, [le pollicitant] est insolvable et n'a pu démontrer qu'il s'était assuré que les fonds nécessaires seraient disponibles au moment où ils deviendraient nécessaires. Les dispositions ne sont pas seulement non appropriées, elles sont non existantes.

¹¹⁶ Document de consultation sur l'aide financière et dispositions connexes relatif à la LCSA devant être publié sous peu.

[173] Les restrictions à l'aide financière ont été introduites en 1975, avec certaines modifications, dans la LCSA. Une des modifications importantes faisait en sorte que la LCSA autorise expressément une société à accorder une aide financière¹¹⁷ «à sa société-mère, si elle lui appartient en toute propriété». ¹¹⁸ Les documents préparés à l'intention du Parlement expliquant la raison d'être des politiques des dispositions de la LCSA donnaient comme motif à la modification que «[Traduction] l'alinéa c) a été ajouté afin de faciliter les accords d'emprunt qui sont couramment conclus dans le monde des affaires d'aujourd'hui».

[174] Il semble que l'un des effets de cette modification ait été d'annuler l'un des objectifs initiaux de la disposition d'aide financière, à savoir l'interdiction des PCA.¹¹⁹ Hormis la question du choix du moment,¹²⁰ la dispense semble jouer de façon à permettre à une société qui achète toutes les actions d'une autre société d'obtenir alors une aide financière de cette filiale qui lui appartient en pleine propriété, y compris une aide financière au titre de toute dette contractée pour acheter la filiale. En d'autres termes, la dispense introduite en 1975 semble permettre expressément un type d'opération, la PCA, que la disposition était destinée à interdire à l'origine. Cependant, l'article continue de protéger les actionnaires minoritaires contre une PCA lorsque l'offre d'achat visant à la mainmise ne porte pas sur toutes les actions. Les actionnaires sont protégés, mais non pas les créanciers.

[175] Les deux seuls arrêts dans le domaine semblent suggérer que les PCA ne violent pas l'article 44.¹²¹ Néanmoins, le milieu de la finance et le milieu des affaires demeurent quelque peu préoccupés par la question de la validité de l'aide financière à l'achat d'actions par une filiale.¹²² Par conséquent, afin de contourner la possibilité que l'article 44 vienne

¹¹⁷ Et dispensait l'opération de l'application des contrôles relatifs à la solvabilité et à l'actif.

¹¹⁸ Al. 44(2)c) de la LCSA.

¹¹⁹ Relativement à une PCA que fait une société et qui se solde par l'acquisition de toutes les actions de la société par l'acheteur. Une PCA faite par une personne physique ne bénéficierait pas d'une dispense.

¹²⁰ Le calendrier des opérations d'aide financière fera l'objet de commentaires dans l'annexe C au document de consultation sur l'aide financière et dispositions connexes relatif à la LCSA.

¹²¹ Noren c. Brownie's Franchises Ltd. (1987), 37 D.L.R. (4th) 1 (B.C.C.A.), 13 B.C.L.R.(2d) 73, 36 B.L.R. 85 et Straight Line Contractors c. Rainbow Oilfield Maintenance Ltd. (1991) 115 A.R. 327 (Alta C.A.). Ces arrêts feront l'objet de commentaires détaillés dans l'annexe C du document de consultation sur l'aide financière et dispositions connexes relatif à la LCSA.

¹²² Belcher et Lewarne, «Corporate Guarantees as a Form of Financial Assistance : The Banker's View» (1989) 5 Banking and Finance Law Review 10, font les commentaires suivants, pp. 14 à 16 :

[Traduction] La structure de l'interdiction et de la dispense relative à l'interdiction dans ... l'article 44 de la LCSA cause aux praticiens des difficultés dans ... les opérations dans le cadre desquelles la disponibilité de la dispense vis-à-vis de l'interdiction à l'aide financière est fonction de ce que les sociétés deviennent des filiales au moment où l'opération est parachevée. On trouve un bon exemple de cela dans la structuration d'une prise de contrôle, tels les prises de contrôle adossées ou rachats adossés, lorsque le financement bancaire proposé pour l'acquisition envisage le transport d'une garantie par la société visée. Le choix du moment du transport de cette garantie est déterminant et peu susciter quelques inquiétudes sur la question de savoir si l'opération ne constitue pas une opération par paliers. L'inquiétude soulevée réside dans le fait

interdire une opération d'aide financière, la société offrante qui a recours à une PCA se fusionne souvent avec la société visée. Toutefois, il est à noter que les obligations relatives aux fusions en vertu de la LCSA pourraient être considérées comme plus rigoureuses qu'elles ne le sont relativement à l'aide financière.¹²³

[176] Une troisième disposition de la LCSA, l'article 241, qui accorde aux actionnaires et à d'autres un recours en cas d'abus pourrait également s'appliquer aux PCA. Il est possible que le fait d'accorder des prêts et des garanties de la part d'une société visée afin de financer sa propre acquisition pourrait constituer le fondement d'une demande en cas d'abus s'il est jugé que cette conduite a porté atteinte aux intérêts des actionnaires minoritaires ou des créanciers ou n'en a pas tenu compte.¹²⁴ Les administrateurs de la société visée sont également tenus, en raison de leurs devoirs fiduciaires, d'agir dans l'intérêt véritable de la société.

Recommandation :

[177] Il est recommandé de ne pas modifier la partie XVII de façon à imposer des règles précises sur les PCA.

que la cour ne tiendra pas compte de la séquence d'événements très soigneusement planifiée pour ne s'attacher qu'à la finalité de l'opération et conclure en bout de ligne que l'opération était interdite. ...

Dans une situation de prise de contrôle adossée, le syndicat financier établit habituellement un plan de financement comportant plusieurs étapes séquentielles en vue de conclure la prise de contrôle, dont le fait de donner des garanties. Dans une prise de contrôle amicale, les étapes sont même parfois prévues dans des documents nommés «conventions principales». Dans tous les cas, le syndicat financier est souvent appelé à jouer un rôle dans la structuration de l'opération. Les méthodes et le choix du moment du transport de garantie sont souvent convenus avant même le lancement de la prise de contrôle. Une garantie au soutien de l'achat d'actions n'est permise que si la cible est une filiale de l'acquéreur parce que, d'habitude, il ne peut être satisfait au contrôle de la solvabilité. ...

Néanmoins, dans les opérations de prise de contrôle adossée, la question des garanties de la société visée n'est soulevée que dans les cas où [l'acheteur] et la société visée ne font pas l'objet d'une fusion immédiatement après la conclusion de l'opération. Toutefois, les banques exigent habituellement ... l'approche de la fusion. Cela est dû aux difficultés que soulèvent les garanties interdites et à leur possible annulation.

¹²³ En vertu de l'art. 185 de la LCSA, les statuts de fusion doivent être accompagnés d'une déclaration solennelle de l'un des administrateurs ou dirigeants de chaque société établissant, à la satisfaction du directeur nommé en vertu de la LCSA, l'existence de motifs raisonnables de croire que, d'une part, chaque société fusionnante et la société issue de la fusion seront solvables, que l'actif réalisable de la société issue de la fusion ne sera pas inférieur à son passif et à son capital déclaré et qu'aucun créancier ne subira un préjudice. En vertu de l'art. 44, le contrôle opère par la négative (soit qu'il n'existe aucun motif raisonnable de croire que la société qui accorde une aide financière est insolvable, etc.), ce à quoi il est, probablement, plus facile de satisfaire. Par ailleurs, l'art. 44 ne renvoie pas expressément à un préjudice envers les créanciers. Cependant, l'art. 118 impose de façon expresse une responsabilité aux administrateurs qui approuvent une aide financière en contravention de l'art. 44. Il n'y a aucune disposition de responsabilité expresse semblable en ce qui concerne les fusions.

¹²⁴ À notre connaissance, aucune jurisprudence n'existe sur cette question.

Option :

[178] On pourrait modifier la partie XVII de façon à exiger que, dans les cas où un pollicitant fait une offre d'achat visant à la mainmise par PCA, le pollicitant, ou l'administrateur d'une société pollicitante, prépare et diffuse avec l'offre une déclaration solennelle (semblable à la déclaration requise à l'égard des fusions). La déclaration solennelle devrait indiquer qu'il existe des motifs raisonnables de croire que :

- a) le pollicitant et la société pollicitée peuvent et pourront, après la conclusion de l'offre d'achat visant à la mainmise, acquitter leur passif à échéance;
- b) la valeur de réalisation de l'actif de la société pollicitée ne sera pas inférieure au total de son passif et de son capital déclaré; et
- c) la PCA ne portera préjudice à aucun créancier.

W. AMENDES ET PEINES RELATIVES AUX OFFRES D'ACHAT VISANT À LA MAINMISE

Question :

[179] Devrait-on augmenter les amendes en cas de contravention aux dispositions de la LCSA sur les offres d'achat visant à la mainmise?¹²⁵

Contexte :

[180] La LCSA prévoit une amende maximale de 5 000 \$ ou un emprisonnement maximal de six mois, ou ces deux peines, si une personne ne se conforme pas aux dispositions sur les offres d'achat visant à la mainmise (art. 205) ou produit un rapport dans lequel sont omis des renseignements pertinents ou qui contient des renseignements faux (art. 250). Ces peines n'ont pas été modifiées depuis que la LCSA a été édictée en 1975. Il a été suggéré que les peines prévues par la LCSA sont non appropriées et devraient à tout le moins être majorées à un niveau qui tiendrait compte des effets de l'inflation.

¹²⁵ Art. 205 et 250 de la LCSA. L'art. 205 fait état de peines qui ne s'appliquent qu'aux seules dispositions relatives aux offres d'achat visant à la mainmise. L'art. 250 porte sur des infractions générales et précise les peines qui se rattachent au fait d'insérer des renseignements faux dans des rapports ou d'y omettre des renseignements importants.

[181] Les lois provinciales sur les valeurs mobilières prévoient des peines beaucoup plus sévères. La disposition sur les infractions générales de la LVMO prévoit une amende maximale de 1 000 000 \$ ou un emprisonnement maximal de deux ans, ou ces deux peines.¹²⁶ La plupart des autres lois provinciales sur les valeurs mobilières, à l'exception de celle du Québec, font état de peines semblables pour les cas de contravention à leurs dispositions sur les offres d'achat visant à la mainmise.¹²⁷

[182] L'approche retenue dans la LVMQ est légèrement différente. Si une personne présente une information fausse ou trompeuse dans le cadre d'une offre publique d'achat, d'échange ou de rachat, elle commet une infraction et est passible d'une amende minimale de 5 000 \$ et maximale de 1 000 000 \$.¹²⁸ Si une personne contrevient à la LVMQ, autrement qu'au moyen d'une information fausse ou trompeuse, alors les amendes varient de 1 000 \$ à 20 000 \$, pour une personne physique, et de 1 000 \$ à 50 000 \$ dans les autres cas.¹²⁹

Recommandation :

[183] Les peines que prévoit l'article 205 de la LCSA devraient être augmentées de façon à porter l'amende maximale à 1 000 000 \$ ou l'emprisonnement maximal à deux ans, ou ces deux peines. Les peines que prévoit l'article 250 devraient être augmentées à 100 000 \$ ou un emprisonnement maximal de six mois, ou ces deux peines.

6. MESURES DE DÉFENSE

[184] L'une des questions les plus controversées que soulèvent les offres d'achat hostiles visant à la mainmise concerne le rôle approprié des gestionnaires d'une société visée et les tactiques qu'ils peuvent utiliser afin de répondre à une offre hostile. Les questions clés à étudier comprennent :

- la maximisation du patrimoine des actionnaires;
- la viabilité à long terme de la société;

¹²⁶ Art. 122 de la LVMO.

¹²⁷ Par. 161(2) de l'ASA; art. 138 de la BCSEA; art. 136 de la LVMM; art. 131 de la NSSA; art. 122 de la NSA; art. 131 de la SSA.

¹²⁸ Art. 204 de la LVMQ.

¹²⁹ Art. 202 de la LVMQ.

- les intérêts des parties concernées autres que les actionnaires; et
- les conflits d'intérêts de la direction.

[185] De nombreuses mesures de défense, avec des noms aussi exotiques que pilule empoisonnée, parachute doré et chevalier blanc, ont été mises en oeuvre. Leurs caractéristiques communes résident dans le fait que la direction de l'entreprise, en recourant aux vastes pouvoirs et, bien souvent, aux énormes ressources à sa disposition, agit de façon à empêcher la réussite d'une offre réelle ou potentielle. Par exemple, la mesure de défense la plus courante, la pilule empoisonnée, rendrait extrêmement difficile et coûteuse à un pollicitant hostile l'obtention du contrôle de la société visée sans la collaboration de sa direction.

[186] Plusieurs théories¹³⁰ ont été mises de l'avant en ce qui concerne l'utilisation et les répercussions des mesures de défense. L'une de ces théories veut que les mesures de défense sont bénéfiques puisqu'elles permettent aux gestionnaires de s'attacher à l'exploitation de la société et de la gérer dans une perspective à long terme. Les défenseurs de cette théorie croient que la menace de prise de contrôle rend la direction myope. Les flux monétaires courants et à très court terme sont plus faciles à évaluer que les flux monétaires éloignés, aussi les gestionnaires sacrifient-ils souvent des investissements à long terme et s'attachent-ils à maximiser le bénéfice à court terme. Il est soutenu que l'adoption de mesures de défense désincite la direction à adopter une perspective à court terme pour leur entreprise et leur permet de poursuivre sans entrave des buts à plus long terme qui, éventuellement, seront estimés à leur pleine valeur par le marché.¹³¹

[187] Une deuxième théorie veut que les gestionnaires se servent des mesures de défense afin de se retrancher. Si leurs décisions passées ou actuelles les poussent à s'attendre à ce que leur entreprise perde du terrain face à leurs concurrents, ils pourraient craindre une possible prise de contrôle. Aussi, ces gestionnaires proposent-ils des mesures de défense dans l'espoir de se soustraire aux regards inquisiteurs et à un possible remplacement. La plupart des études américaines¹³² viennent étayer la théorie selon laquelle les mesures de défense sont utilisées par les directions qui n'ont pas de participation dominante dans la société afin de se retrancher lorsque leur entreprise devient moins concurrentielle et plus vulnérable à une offre d'achat visant à la mainmise.

¹³⁰ Stangeland, David A., «Why Are Anti-Takeover Devices Being Used?», (1995) *Business Quarterly* 36; MacIntosh, J.G., «The Poison Pill; A Noxious Nostrum for Canadian Shareholders», (1989) 15 *Canadian Business Law Journal* 276.

¹³¹ Certaines études menées aux États-Unis ont remis en question la validité de la théorie de la direction myope : voir à cet effet Romano, note 16.

¹³² Ryngaert, M., «The Effect of Poison Pill Securities on Shareholder Wealth», (1988) 20 *J. Fin. Econ.* 377; Malatesta, P.H., Walking, R.A., «Poison Pill Securities: Stockholder Wealth Profitability and Ownership Structure», (1988) 20 *J. Fin. Econ.* 347; Stangeland, David A., «Why Are Anti-Takeover Devices Being Used?», *Business Quarterly*, note 130. À notre connaissance, il n'existe pas d'étude canadienne.

[188] Une troisième théorie veut que les mesures de défense servent principalement à accroître le pouvoir de négociation de la direction advenant une offre d'achat visant à la mainmise. Le pouvoir accru de négociation provient du fait que la direction possède une emprise directe ou indirecte amplifiée sur les droits de vote. La direction peut user de ce pouvoir afin d'accroître la valeur du patrimoine des actionnaires ou afin de se protéger, ou pour ces deux fins.

[189] Les gestionnaires soutiennent que la principale utilité des pilules empoisonnées, la mesure de défense la plus utilisée de nos jours, est qu'en général, elles permettent de prolonger la période standard de 21 jours dont dispose les actionnaires pour étudier une offre d'achat visant à la mainmise,¹³³ ce qui permet à la société de disposer de plus de temps pour trouver une meilleure offre. Comme autre motif que les sociétés donnent pour l'adoption de pilules empoisonnées, c'est que cela peut les aider à garantir l'équité envers les actionnaires (par exemple, en obligeant à effectuer une offre d'achat visant à la mainmise pour toutes les actions). Bien que la prolongation proposée, de 21 à 45 jours, de la période d'offre d'achat visant à la mainmise, ainsi que cela est recommandé à la rubrique 5 (J), pourrait amoindrir la soif de pilules empoisonnées au Canada, il reste à voir si cela se produira. La période prolongée ne s'attaque pas à la question de l'équité envers tous les actionnaires, autre motif que les sociétés donnent pour l'adoption de pilules empoisonnées. Il s'ensuit que les mesures de défense pourraient continuer à être adoptées même si la période prévue par les dispositions législatives sur les offres d'achat visant à la mainmise était prolongée de façon notable.¹³⁴

[190] Dernièrement, une nouvelle génération de pilules empoisonnées a vu le jour.¹³⁵ Les premières pilules empoisonnées étaient honnies par les actionnaires, car selon eux elles empiétaient sur leurs pouvoirs de décision et conféraient trop de discrétion à la direction. Les nouveaux régimes de droit des actionnaires ont été remaniés de façon à être plus acceptables aux actionnaires, surtout les investisseurs institutionnels. Par exemple, de nombreux nouveaux régimes autorisent maintenant les offres partielles, un calcul plus équitable du niveau de propriété du pollicitant ou des dispenses à l'égard des opérations programmées de la part des gros investisseurs institutionnels (ce qui leur permet de contrôler des blocs plus importants que des particuliers sans déclencher le mécanisme relatif à la pilule empoisonnée), ou toutes ces choses.

[191] Même si la nouvelle génération de pilules empoisonnées semble moins indésirable aux actionnaires, il importe d'examiner le rôle de la direction dans les situations d'offres d'achat

¹³³ Art. 197 de la LCSA.

¹³⁴ Mackenzie, W., «Governance News», Corporate Governance Review, Fairvest Securities Corporation, juin-juillet 1995, p. 13.

¹³⁵ McFarland, J., «Poison Pills Sweetened for Shareholders», Financial Post, 23 juin 1995, p.1.

hostiles visant à la mainmise. Par conséquent, nous examinons dans le présent document la question de savoir si les devoirs fiduciaires des administrateurs devraient être redéfinis ou si on ne devrait pas adopter un code d'éthique, voire ces deux choses.

A. DEVOIRS FIDUCIAIRES DES ADMINISTRATEURS : OFFRE D'ACHAT HOSTILE VISANT À LA MAINMISE

Question :

[192] Devrait-on modifier la LCSA de façon à redéfinir les devoirs fiduciaires des administrateurs dans le cadre d'une offre d'achat hostile visant à la mainmise?

Contexte :

[193] Le point de départ de tout examen des actes des administrateurs d'une société se trouve dans la disposition législative qui fixe leurs devoirs. Le paragraphe 122(1) de la LCSA oblige un administrateur, dans l'exercice de ses fonctions, d'agir «avec intégrité et de bonne foi au mieux des intérêts de la société» et «avec le soin, la diligence et la compétence dont ferait preuve, en pareilles circonstances, une personne prudente».

[194] Nonobstant cette formulation, les tribunaux se sont efforcés de définir de façon cohérente le rôle approprié des administrateurs lorsqu'ils avaient à se défendre contre une offre hostile. Dans le cadre des offres d'achat visant à la mainmise, l'arrêt anglais Hogg c. Cramphorn¹³⁶ sert de fondement au principe suivant lequel un conseil d'administration ne peut exercer ses fonctions à une fin illégitime. La cour statua que l'émission d'actions visant à faire échec à une acquisition de contrôle était entachée de nullité¹³⁷ même si les administrateurs croyaient honnêtement agir dans l'intérêt véritable de la société. Certains jugements canadiens ont raffiné ce critère de «fin légitime» en adoptant une position plus favorable envers la direction.

[195] Dans Teck Corporation c. Millar,¹³⁸ le juge Berger en venait à la conclusion qu'il n'était pas «[Traduction] sain de restreindre les administrateurs dans l'exercice de leurs fonctions dans la mesure exigée selon Hogg c. Cramphorn». En adoptant une approche plus souple vis-à-vis de la «fin légitime», le juge Berger déclarait :

¹³⁶ [1967] ch. 254.

¹³⁷ La fin légitime de l'émission d'actions est de réunir des capitaux.

¹³⁸ (1973), 33 D.L.R. (3d) 288 (B.C.S.C.).

[Traduction] À mon avis, les administrateurs devraient être autorisés à tenir compte de qui cherche à obtenir le contrôle et pourquoi. S'ils estiment que la prise de contrôle de la société lui infligera des dommages substantiels, alors s'ils exercent leurs fonctions afin de faire échec à ceux qui cherchent à obtenir une majorité, cela ne saurait nécessairement être catégorisé comme illégitime... Je pense que les tribunaux devraient appliquer la règle générale de cette façon : les administrateurs doivent agir de bonne foi. Ensuite, leur conviction doit être raisonnablement fondée. S'ils soutiennent qu'ils sont convaincus que les intérêts de la société subiront des dommages substantiels, alors il doit exister des motifs raisonnables au soutien de cette conviction. S'il n'y en a pas, cela justifierait la conclusion que les administrateurs ont été motivés par une fin illégitime.¹³⁹

[196] Les principes qui ressortent de l'arrêt Teck peuvent se résumer ainsi :

- les administrateurs ont un devoir fiduciaire d'agir dans l'intérêt véritable de la société et ne peuvent exercer leurs fonctions uniquement pour se retrancher ou pour une fin illégitime accessoire aux intérêts de la société et de ses actionnaires. Le but premier de la mesure doit être de servir l'intérêt véritable de la société;
- les administrateurs sont habilités à exercer leurs fonctions et à prendre des mesures en vue de résister à une offre d'achat visant à la mainmise lorsqu'ils sont convaincus que la prise de contrôle n'est pas dans l'intérêt véritable de la société ou qu'elle se solderait par des dommages substantiels aux intérêts de la société;
- dans l'évaluation de l'intérêt véritable de la société, les administrateurs peuvent tenir compte de ce qui suit :
 - qui cherche à obtenir le contrôle et pourquoi (jauger la réputation du pollicitant, les expériences antérieures avec le pollicitant, les politiques du pollicitant, etc.);
 - les intérêts des employés et les conséquences envers la collectivité générale; et
 - les répercussions sur la société.
- les administrateurs doivent agir de bonne foi et en fondant sur des motifs raisonnables leur conviction que la prise de contrôle se soldera par des dommages substantiels.

¹³⁹ Ibid, p. 315.

[197] Dans Re Olympia & York Enterprises Ltd. and Hiram Walker Resources Ltd. et al.,¹⁴⁰ la cour réalisa un examen détaillé des mesures que la direction d'une société visée pouvait prendre face à une offre d'achat hostile visant à la mainmise. En appliquant la formule Teck, la cour statua que les administrateurs de Hiram Walker avaient agi dans l'intérêt véritable de la société et de bonne foi et que, par conséquent, il était hors de cause qu'ils aient également tiré profit de leurs mesures. L'arrêt Olympia & York vient ajouter les principes suivants à ceux déjà avancés par l'arrêt Teck :

- les administrateurs ont le devoir dans le cadre d'une prise de contrôle de maximiser la valeur pour l'ensemble des actionnaires;
- les administrateurs sont tenus de prendre des mesures qu'ils estiment à juste titre servir l'intérêt véritable de la société et de ses actionnaires. Par exemple, lorsque des administrateurs sont confrontés à une offre non appropriée, ils doivent prendre les mesures qui servent à l'intérêt véritable de la société sans quoi cela constituerait une violation de leurs devoirs envers les actionnaires;
- les administrateurs sont habilités à se fonder sur des avis professionnels quant au caractère approprié d'une offre. La preuve de cette confiance de bonne foi constituera la preuve qu'ils ont agi de bonne foi et en invoquant les motifs raisonnables; et
- on ne conclura pas nécessairement à un retranchement sur soi lorsque la conservation du contrôle est secondaire au but premier d'agir de bonne foi dans l'intérêt véritable de la société.

[198] Bien que l'arrêt Olympia & York semble se modeler sur l'interprétation de l'arrêt Teck comme approche nouvelle à la règle de «fin légitime»,¹⁴¹ cette opinion n'est pas universellement acceptée. Dans Howard Smith Ltd. c. Ampol Petroleum Ltd.,¹⁴² la Chambre des Lords réfère expressément à l'arrêt Teck comme étant conséquent avec l'opinion classique sur les mesures de défense. La Chambre des Lords poursuit en appliquant la doctrine stricte de la «fin légitime» énoncée dans l'arrêt Hogg c. Cramphorn pour conclure qu'une émission d'actions ayant une incidence sur le contrôle est en soi illégitime.

¹⁴⁰ (1986), 59 O.R. (2d) 254 (H.C.).

¹⁴¹ Bruce L. Welling soutient que «[Traduction] il n'existe pas de doctrine de la 'fin légitime'» s'appliquant aux lois modernes du Canada en matière de droit des sociétés (Corporate Law in Canada (:) The Governing Principles, 2d., Toronto, Butterworths, 1991, pp. 336-356).

¹⁴² [1974] A.C. 821 (H.C.).

[199] Il a également été suggéré que l'arrêt Teck devait se distinguer sous l'angle de ses faits particuliers et que les passages clés de l'arrêt allaient au-delà de ce qui était nécessaire afin d'en arriver aux résultats escomptés. Dans Exco Corporation Ltd. c. Nova Scotia Savings & Loan Co.,¹⁴³ qui mettait en cause une émission d'actions à une partie amicale afin de bloquer une offre hostile, la cour déclarait également que l'arrêt Teck constituait une déclaration de principe trop large sur les faits en l'espèce. Après avoir cité un certain nombre d'affaires canadiennes «[Traduction] afin de démontrer qu'il n'existe pas de ligne claire d'autorité dans ce pays en ce qui concerne ce domaine du droit», le juge Richard énonce un critère à l'aide duquel les administrateurs doivent démontrer qu'ils ont agi *de bonne foi* ou sans que leur intérêt personnel soit en jeu.

[Traduction] Le critère énoncé par le juge Berger dans l'arrêt Teck nécessite d'être raffiné encore si on doit l'appliquer de façon générale. Lorsqu'ils exercent leurs fonctions en émettant des actions nouvelles, les administrateurs doivent être en mesure de montrer que les considérations sur lesquelles ils ont fondé leur décision d'émettre ces actions nouvelles sont compatibles uniquement avec l'intérêt véritable de la société et incompatibles avec tous autres intérêts. Ce fardeau devrait incomber aux administrateurs en cas de contestation d'une émission d'actions nouvelles. Je suis d'avis qu'un tel critère est compatible avec la nature fiduciaire du devoir des administrateurs et, de fait, qu'il pourrait constituer justement une autre façon de circonscrire ce devoir.¹⁴⁴

[200] L'arrêt Exco vient restreindre le principe énoncé dans Teck en ce qu'il lie l'exercice légitime d'une fonction des administrateurs uniquement à l'intérêt véritable de la société. En s'acquittant de leurs devoirs fiduciaires, les considérations des administrateurs doivent être incompatibles avec tous autres intérêts. La doctrine de la fin illégitime restreinte, réinstaurée par l'arrêt Exco, a une incidence sur le principe issu de Teck d'un certain nombre de manières :

- elle limite les considérations dont peuvent tenir compte les administrateurs. Suivant Teck, les administrateurs pouvaient considérer, par exemple, la réputation du pollicitant, les intérêts de la collectivité et les intérêts des employés. En vertu du critère issu d'Exco, les administrateurs ne peuvent agir que de façon conséquente avec l'intérêt véritable de la société;
- suivant Teck et Olympia & York, si le but premier est légitime, alors tout avantage secondaire dont bénéficie les administrateurs n'aurait pas pour effet d'entacher leurs mesures de nullité. Cependant, suivant Exco, il y aurait violation de leurs devoirs si les mesures des administrateurs sont conséquentes

¹⁴³ (1987), 35 B.L.R. 149 (N.S.S.C.).

¹⁴⁴ Ibid., p. 261.

avec l'intérêt personnel, c'est-à-dire le retranchement. Des administrateurs pourraient ne jamais être en mesure de s'acquitter de ce fardeau parce qu'une mesure de défense fructueuse préservera le contrôle des administrateurs. Par conséquent, chaque fois qu'ils conservent le contrôle, leurs mesures ne seront pas «incompatibles» avec l'intérêt personnel.¹⁴⁵

[201] Outre les devoirs fiduciaires qui ressortent du droit des sociétés, les ACVM, avec leur *Instruction générale canadienne n°38*, ont clairement indiqué que même si elles n'étaient pas prêtes à formuler un code d'éthique détaillé, elle étaient tout de même intéressées à instaurer des normes qui allaient au-delà de celles qu'imposent les devoirs fiduciaires issus du droit des sociétés. Le fondement philosophique de l'appui de l'instruction générale consistait en ce qui suit :

1. les offres d'achat visant à la mainmise jouent un rôle important dans l'économie à la fois pour des motifs économiques et pour des motifs juridiques;
2. la direction d'une société visée est en situation de conflit d'intérêts lorsqu'elle est confrontée à une offre hostile;
3. l'objectif premier de la réglementation des offres d'achat visant à la mainmise est la protection des intérêts *de bonne foi* des actionnaires de la société visée;
4. les actionnaires de la société visée ont le droit de prendre la décision en cas d'offre d'achat visant à la mainmise;
5. l'approche réglementaire appropriée aux offres d'achat visant à la mainmise consiste à encourager les enchères faites sans entrave; et
6. il est non approprié de concevoir un ensemble précis de règles régissant la conduite des administrateurs d'une société visée hormis celles que leur imposent déjà leurs devoirs fiduciaires en vertu du droit des sociétés.¹⁴⁶

¹⁴⁵ Baxter, M.S., «The Fiduciary Obligations of Directors of a Target Company in Resisting an Unsolicited Takeover Bid», (1988) 20 *Ottawa Law Review* 88. Le professeur David Stevens a soutenu le maintien de la position anglaise classique qui ressort de *Hogg c. Cramphorn*, note 136, lors des 1995 Meredith Memorial Lectures, dans «Corporations at the Crossroads», 26 et 27 mai 1995, Université McGill (Montréal).

¹⁴⁶ Beck, S., Wildeboer, R., «National Policy 38 as a Regulator of Defensive Tactics», Meredith Memorial Lectures 1987: Acquisitions and Take-Overs, Cowansville (Québec), Yvon Blais, p. 121.

[202] La première affaire canadienne dans le cadre de laquelle un tribunal a eu à analyser un régime de droits des actionnaires est 347883 Alberta Ltd. c. Producers Pipelines Inc.¹⁴⁷ Dans cette affaire, Producers Pipelines instaura un régime de droits des actionnaires afin de parer à une offre attendue de la part de Saskatchewan Oil & Gas Corporation qui agissait par l'entremise de sa filiale 347883 Alberta Ltd. Saskatchewan Oil & Gas s'adressa aux tribunaux afin d'obtenir une ordonnance qui aurait annulé le régime de droits des actionnaires au motif qu'il était abusif et lui portait atteinte.¹⁴⁸ Le régime ne fut jamais soumis à l'approbation des actionnaires de Producers Pipelines.

[203] La Cour d'appel de la Saskatchewan accueillit la demande et annula le régime. Elle statua que les considérations de politiques sous-jacentes aux lois sur les valeurs mobilières devraient influencer l'interprétation que donnent les tribunaux au pouvoir d'agir des administrateurs. Par exemple, la cour statua que le rôle premier des administrateurs suivant les lois sur les valeurs mobilières consistait à conseiller les actionnaires plutôt que de décider à leur place. Plus particulièrement, la cour examina l'*Instruction générale canadienne n°38* et statua qu'elle doit être prise en compte pour tout examen des tactiques de défense contre les prises de contrôle.¹⁴⁹

[204] Le cour soutint par ailleurs que les administrateurs doivent exercer leurs fonctions de façon conforme à leur devoir d'agir dans l'intérêt véritable de la société même s'ils se trouvent en situation de conflit d'intérêts. Il incomberait donc aux administrateurs de démontrer :

- qu'ils ont perçu, de bonne foi, une menace envers la société;
- qu'ils ont agi après s'être renseignés de façon appropriée; et
- que les moyens adoptés pour faire échec à la prise de contrôle étaient raisonnables par rapport à la menace qu'elle posait.

Également, toute mesure de défense de la part des administrateurs devrait, si cela est possible, être soumise aux actionnaires afin qu'ils l'approuvent au préalable ou, à tout le

¹⁴⁷ (1991), 80 D.L.R. (4th) 359 (Sask. C.A.).

¹⁴⁸ Il s'agissait d'une demande en vertu du recours en cas d'abus.

¹⁴⁹ Un commentateur a critiqué l'arrêt 347883 Alberta Ltd. au motif que cet arrêt suggère que l'absence de lignes directrices suffisantes en jurisprudence relativement aux devoirs fiduciaires des administrateurs dans le cadre d'une offre d'achat visant à la mainmise n'accorde aux tribunaux aucun autre choix que de se tourner vers l'*Instruction générale canadienne n°38*. Le commentateur soutint qu'il ne voyait pas pourquoi des instructions générales, qu'une assemblée législative n'avait jamais eu à considérer, adoptées dans le cadre du régime juridique des valeurs mobilières devraient constituer la pierre d'assise de l'interprétation des dispositions du régime juridique des sociétés qui sont l'expression de la volonté de l'assemblée législative. Voir Yalden, R., «Controlling the Use and Abuse of Poison Pills in Canada: 347883 Alberta Ltd. v. Producers Pipelines Inc.», (1992) 37 McGill L.J. 887.

moins, pour qu'ils la ratifient ultérieurement. La cour a conclu que les administrateurs de la société visée dans l'affaire précitée ne s'étaient pas acquittés du fardeau de démontrer que leurs mesures étaient manifestement dans l'intérêt véritable de la société. Le fait que le régime n'avait jamais été soumis aux actionnaires a constitué pour la cour un fait d'une importance toute particulière. Cette décision s'inspirait de la règle américaine du jugement d'affaires et des arrêts américains comme Unocal Corp. c. Mesa Petroleum Co.¹⁵⁰

[205] L'un des aspects importants de l'arrêt Teck, c'est que, lorsqu'ils déterminent ce qui est dans l'intérêt véritable de la société, les administrateurs sont habilités à tenir compte d'intérêts autres que ceux des actionnaires.

[Traduction] ... Si, aujourd'hui, les administrateurs d'une société devaient tenir compte des intérêts des employés de la société, personne ne mettrait en doute que, ce faisant, ils n'agissaient pas *de bonne foi* dans l'intérêt de la société elle-même. De façon semblable, si les administrateurs devaient envisager les conséquences pour la collectivité d'une politique que la société a l'intention de mettre en oeuvre et que cela avait pour effet de les faire dévier de leur engagement envers cette politique, il ne pourrait être soutenu qu'ils n'ont pas envisagé *de bonne foi* les intérêts des actionnaires.¹⁵¹

[206] Cette approche est conséquente avec celle qui est retenue aux États-Unis.¹⁵² Cependant, il est à noter que, en vertu des principes élaborés dans ce pays, une fois qu'il est établi qu'une société doit être vendue, seules les préoccupations des actionnaires doivent être prises en considération parce que la préoccupation principale ne consiste plus à protéger ou à maintenir la société, mais à la vendre au plus offrant.¹⁵³ À cet égard, la position américaine est conforme à celle que soutiennent les ACVM dans l'*Instruction générale canadienne n°38* selon laquelle les administrateurs d'une société visée doivent s'efforcer

¹⁵⁰ 493 A. 2d 946 (1985).

¹⁵¹ Teck Corporation c. Millar, note 138, p. 314.

¹⁵² Unocal Corp. c. Mesa Petroleum Co., note 150, p. 955 : «[Traduction] Si une mesure de défense devait être soumise à la règle du jugement d'affaires, elle doit être raisonnable par rapport à la menace posée. Cela sous-tend que les administrateurs doivent analyser la nature de l'offre d'achat visant à la mainmise et ses répercussions sur l'entreprise commerciale. Voici des exemples de ce qui devrait les préoccuper : caractère non approprié du prix offert, nature et choix du moment de l'offre, questions d'illégalité, répercussions sur les «parties concernées» autres que les actionnaires (c'est-à-dire les créanciers, les clients, les employés, voire même la collectivité en général)...»

¹⁵³ Revlon, Inc. c. MacAndrews & Fordes Holdings, Inc. 506 A.2d 173 (Del. S.C. 1986), p. 182: «[Traduction] Un conseil d'administration peut tenir compte des diverses parties concernées lorsqu'il s'acquitte de ses responsabilités à la condition que les actionnaires en tirent des avantages qui sont raisonnablement reliés à ce qui précède [Unocal]. Toutefois, cette préoccupation des intérêts de parties autres que les actionnaires est inappropriée lorsqu'une enchère entre offrants actifs est en cours et que l'objet ne consiste plus à protéger ou à maintenir l'entreprise, mais plutôt à la vendre au plus offrant.»

d'obtenir d'autres offres ou de susciter une surenchère. Cependant, un commentateur¹⁵⁴ a suggéré qu'une telle approche ne devrait pas être retenue pour le Canada. Il est soutenu qu'aucune modification logique aux devoirs des administrateurs ne résulte du simple fait qu'une «enchère» pour la société est en cours. Les intérêts des parties concernées autres que les actionnaires ne méritent pas moins d'être protégés.¹⁵⁵

[207] Enfin, un des motifs militant en faveur d'approches différentes, ou le motif ayant suscité l'élaboration d'approches différentes dans le temps, pourrait résider dans le fait que des lois sur les sociétés différentes sont en cause. Le Royaume-Uni, la Colombie-Britannique, la Nouvelle-Écosse ont des droits de sociétés de type acte constitutif qui «[Traduction] bien souvent laissent aux documents constitutifs de la société le soin de départager les pouvoirs entre les actionnaires et les conseils d'administration, bien que certains d'entre eux aient été reformés de telle sorte que le partage des pouvoirs est codifié dans la loi. La caractéristique unique de ce modèle réside dans le fait que la loi, de façon invariable, contient un article qui désigne explicitement que l'acte constitutif de la société constitue un contrat entre les actionnaires et entre chacun des actionnaires et la société».¹⁵⁶

[208] Ainsi que nous le mentionnions plus haut, des arrêts des tribunaux de la Nouvelle-Écosse et du Royaume-Uni (et non pas de la Colombie-Britannique) sont venus statuer que les pouvoirs des administrateurs doivent être exercés à une fin légitime. Les tribunaux peuvent s'inquiéter de ce que ces pouvoirs «contractuels» des administrateurs doivent être soigneusement circonscrits au moyen d'un principe vigoureux de fin légitime.

[209] À l'opposé des lois sur les sociétés de type acte constitutif, les lois canadiennes modernes de type statuts de constitution¹⁵⁷ confèrent à la société la capacité d'une personne physique.¹⁵⁸ «[Traduction] [Un] partage des pouvoirs [est imposé] aux participants – administrateurs, dirigeants, actionnaires et, dans une certaine mesure, créanciers – au niveau de la régie interne de la société. Chaque catégorie de personne, chaque personne ayant la

¹⁵⁴ Forsyth, Jody W., «Poison Pills: Developing a Canadian Regulatory and Judicial Response», (1991) 14 Dalhousie Law Journal 191.

¹⁵⁵ La question des devoirs fiduciaires et des parties concernées autres que les actionnaires est complexe et dépasse la portée du présent document. Le document de consultation d'Industrie Canada sur la responsabilité des administrateurs, publié en novembre 1995, contient des commentaires sur cette question aux pages 21 et 22. Cependant, aucun des deux documents ne comporte d'examen exhaustif du volume substantiel de jurisprudence et de doctrine juridique, particulièrement aux États-Unis, sur le sujet des intérêts de qui les administrateurs et les dirigeants peuvent ou doivent, ou les deux, prendre en considération dans l'exercice de leurs devoirs fiduciaires. Par exemple, ces questions ont été commentées dans un certain nombre d'articles publiés dans le cadre d'un «Special Issue on the Corporate Stakeholder Debate: The Classical Theory and its Critics», (1993) U.T.L.J. 297-796.

¹⁵⁶ Welling, note 141, p. 59.

¹⁵⁷ Y compris la LCSA et les lois sur les sociétés provinciales du Québec (partie 1A), de l'Ontario, de la Saskatchewan et de la plupart des autres provinces.

¹⁵⁸ Art. 15 de la LCSA.

qualité d'administrateur, de dirigeant, d'actionnaire ou de créancier, se voit conférer, par la loi, certains pouvoirs et certaines obligations. Ces pouvoirs et obligations légaux seront éclaircis, parfois modifiés, mais très rarement supprimés par les statuts de constitution et les documents constitutifs subalternes. La constitution de la société n'est pas un contrat passé entre les divers participants». ¹⁵⁹

[210] Parce que c'est la loi et non un contrat qui détermine la majeure partie des pouvoirs des administrateurs et les restreint (par le jeu de mécanismes tels l'approbation des actionnaires, pour ce qui est de décisions majeures, et le recours en cas d'abus), la question de restreindre de façon étroite les pouvoirs des administrateurs au moyen d'un critère rigide de fin légitime peut être moins pressante qu'il n'y paraît.

[211] Par ailleurs, il peut être soutenu que la logique du critère de fin légitime est également applicable (ou inapplicable) au droit des sociétés de type acte constitutif et statuts constitutifs parce que les pouvoirs des administrateurs, qu'ils soient fondés dans une loi ou dans un contrat, doivent être exercés pour les fins auxquelles ils ont été accordés. Autrement, les administrateurs qui exercent leurs fonctions à leur propre avantage violent leurs devoirs fiduciaires d'agir dans l'intérêt véritable de la société.

[212] Le document de consultation sur la responsabilité des administrateurs relatif à la LCSA, publié en novembre 1995, commente également la question de savoir s'il faudrait redéfinir les devoirs fiduciaires des administrateurs¹⁶⁰ afin d'éclaircir la portée de leur responsabilité. ¹⁶¹ Dans ce document, il est recommandé de ne pas apporter de changements législatifs à la situation actuelle et de laisser aux tribunaux le soin d'élaborer la notion de l'«intérêt véritable de la société».

Recommandation :

[213] Il est recommandé de ne pas apporter de changements législatifs à la définition des devoirs fiduciaires. Il devrait être laissé aux tribunaux le soin d'élaborer les notions relatives à l'intérêt véritable de la société dans des situations d'offres d'achat hostiles visant à la mainmise. Au niveau réglementaire, l'intervention au cas par cas pourrait être faite par l'entremise des ACVM.

¹⁵⁹ Welling, note 141, page 59.

¹⁶⁰ De façon générale, non seulement à l'égard des mesures de défense.

¹⁶¹ Voir la rubrique 4 dans le document de consultation sur la responsabilité des administrateurs (p. 15).

Options :

[214] (A) Une option pourrait consister à modifier la LCSA de façon à y prévoir que les administrateurs soient tenus d'agir avec intégrité et de bonne foi au mieux des intérêts de la société en vertu de l'alinéa 122(1) a) lorsqu'ils s'acquittent du fardeau de prouver que le but dominant ou premier de leurs mesures était l'intérêt véritable de la société, même s'ils pouvaient en avoir tiré un avantage direct ou indirect. Cette option rappelle la règle fixée par l'arrêt Teck Corporation Ltd.

[215] (B) Une autre option pourrait consister à modifier la LCSA de façon à adopter, relativement à des mesures prises par des administrateurs en réponse à une offre d'achat visant à la mainmise, la règle américaine du jugement d'affaires. Cette option rappelle la règle fixée par l'arrêt 347883 Alberta Ltd.

[216] (C) Une troisième option pourrait consister à modifier la LCSA de façon à prévoir expressément que la doctrine de la fin légitime, élaborée à la lumière d'autres régimes de droit des sociétés, est inapplicable aux sociétés de régime fédéral. Cela laisserait aux administrateurs le soin d'exercer leurs fonctions en conformité avec leurs devoirs fiduciaires.

B. CODE D'ÉTHIQUE : OFFRE D'ACHAT HOSTILE VISANT À LA MAINMISE

Question :

[217] Devrait-on assujettir les administrateurs à un code d'éthique dans une situation d'offre d'achat hostile visant à la mainmise?

Contexte :

[218] Vu les décisions incompatibles des tribunaux, il pourrait être important de donner aux administrateurs certaines lignes directrices dans des situations d'offre d'achat hostile visant à la mainmise. Un code d'éthique à l'intention des administrateurs pourrait contenir les procédures appropriées devant être suivies, tels que des mécanismes d'approbation appropriés.

[219] Afin d'éviter une situation de conflit d'intérêts, les décisions reliées aux mesures de défense pourraient être prises par un comité d'administrateurs indépendants.¹⁶² Il peut être soutenu qu'un administrateur indépendant a un intérêt personnel beaucoup moins grand à la

¹⁶² Loungnarath, V., «Le droit applicable à l'offre publique d'achat au Québec : une entreprise de synthèse», (1994) 35 Cahiers de Droit 258.

cession du contrôle. Par conséquent, le jugement de l'administrateur indépendant dans une situation d'offre d'achat visant à la mainmise est moins susceptible d'être influencé par des considérations autres que ce qui constitue l'intérêt véritable de la société.¹⁶³ Dans l'arrêt Olympia & York, le juge Montgomery accorde beaucoup de poids à l'affidavit d'un administrateur indépendant qui affirme que l'unique fin de la conduite des administrateurs consiste à tirer le maximum de la situation au profit de tous les actionnaires.¹⁶⁴

[220] L'approbation des actionnaires pourrait également constituer un mécanisme raisonnablement efficace, même s'il n'est pas parfait, pour surveiller les conflits d'intérêts potentiels. Dans de nombreux cas, l'approbation des actionnaires pourrait nier une conclusion d'abus de la direction bien que les actionnaires, bien souvent, ne peuvent se protéger en recourant au processus du vote en raison des coûts qu'entraîne la contestation d'une direction.¹⁶⁵ Il semble que les pilules empoisonnées aient été grandement améliorées à la suite des directives de la part des tribunaux et des autorités en valeurs mobilières exigeant qu'elles soient approuvées par les actionnaires. De nos jours, les sociétés négocient de façon intense avec les investisseurs institutionnels afin d'obtenir leur appui à une pilule empoisonnée envisagée.¹⁶⁶ La plupart des pilules empoisonnées de la nouvelle génération nécessitent maintenant d'être réapprouvées tous les trois ans tandis qu'auparavant c'était tous les cinq ans. De plus, de nouvelles caractéristiques sont régulièrement ajoutées aux pilules empoisonnées. Par exemple, certains régimes permettent maintenant les offres partielles.

[221] Tout code d'éthique pourrait devoir établir une distinction entre des mesures qui répondent à une ou des offres particulières et celles qui ne constituent qu'une mesure préventive. Les mesures de défense préventives pourraient être assujetties à l'obligation de l'approbation des actionnaires, mais cette obligation pourrait être inappropriée à des tactiques précises de défense, en raison de contraintes reliées au choix du moment ou aux coûts. Une solution de rechange pourrait consister à exiger, dans le cas de mesures répondant à une offre particulière, l'examen et l'approbation par un comité d'administrateurs indépendants.

¹⁶³ Cette hypothèse a été critiquée par les professeurs MacIntosh et Daniels qui mentionnent que l'interconnexion des sociétés et le chevillage des postes d'administrateurs au Canada ont une incidence sur l'efficacité de la surveillance exercée par les administrateurs indépendants. (R.J. Daniels, J.G. MacIntosh, «Toward a Distinctive Canadian Corporate Law Regime», [1991] 29 Osgoode Hall L.J. 888-890. Cependant, un code d'éthique pourrait tenter d'aborder ces considérations en définissant «administrateur indépendant».

¹⁶⁴ Cette position est conséquente avec une série de décisions où l'approbation des administrateurs indépendants a été considérée un facteur important dans l'évaluation de la légalité des opérations avec des personnes reliées ou dans des situations d'opération de transformation en société fermée (Brant Investment Ltd. c. Keeprite Inc., (1991) 2 O.R. (3d) 289 (C.A. Ont.); General Accident Assurance Co. of Canada c. Lornex Mining Corporation Ltd., (1988) 40 B.L.R. 299 (H.C.); Canadian Gas and Energy Fund Ltd. c. Sceptre Resources Ltd., (1985) 29 B.L.R. 178 (Q.B.); Imperial Trust Co. and Taylor Assets (Dominion) Ltd. c. Canbra Foods Ltd., (1987) 50 Alta L.R. (2d) 275 (Alta. Q.B.); Westfair Foods Ltd. c. Watt, (1990) 73 Alta L.R. (2d) 326 (Q.B.)).

¹⁶⁵ Le coût de la préparation d'une circulaire de sollicitation de procurations par les actionnaires dissidents afin de contester, par exemple, une pilule empoisonnée pourrait être prohibitif par rapport aux avantages qu'en retireraient les actionnaires.

¹⁶⁶ McFarland, J., «Poison Pills Sweetened for Shareholders», note 135, p. 2.

L'approbation des actionnaires, dès que raisonnablement possible et, dans tous les cas, au plus tard à la prochaine assemblée extraordinaire ou annuelle des actionnaires, pourrait également être exigée.

[222] Si l'approbation des actionnaires constitue le facteur primordial, on pourrait se demander si les mesures de défense répondant à une offre particulière ne devraient jamais être autorisées sans l'approbation des actionnaires. En effet, les actionnaires votent au moyen de leurs actions en les remettant ou non au pollicitant. Par ailleurs, les devoirs fiduciaires découlant du droit des sociétés exigent des administrateurs qu'ils agissent dans l'intérêt véritable de la société. Puisque les tribunaux canadiens ont interprété l'intérêt véritable des sociétés comme incluant plus que la simple valeur à court terme pour les actionnaires, il est permis de se demander si l'approbation des actionnaires devrait constituer le facteur central.

[223] Il est manifestement difficile d'atteindre un juste équilibre entre l'objectif traditionnel du droit des sociétés qui consiste à conférer des pouvoirs vastes et souples à la direction, l'intérêt clair des actionnaires en exerçant leur droit d'accepter ou de refuser de déposer leurs actions et la notion plus générale de l'intérêt véritable de la société.

[224] La façon dont la société visée obtient l'approbation des actionnaires pourrait également être remise en question. On pourrait à juste titre s'inquiéter de la question de savoir si dans certaines situations les actionnaires ont la possibilité de voter librement sur une mesure de défense. En décembre 1988, Inco Ltd. soumit au vote un régime de droits des actionnaires et un dividende supplémentaire de 10 \$. Si les actionnaires rejetaient la pilule empoisonnée, ils n'obtenaient pas le dividende. Certains ont soutenu que le vote d'approbation ne constituait pas un aval à la pilule empoisonnée, mais tout simplement un désir des investisseurs de toucher le dividende de 10 \$.¹⁶⁷ Vu l'insistance des actionnaires et des investisseurs institutionnels, Inco Ltd. offrit de reprendre le vote quatre mois plus tard. À notre connaissance, il n'existe pas d'autres cas où un vote sur une mesure de défense fut lié à une autre mesure.

Recommandation :

[225] Afin de réglementer la conduite de la direction dans une situation d'offre d'achat hostile visant à la mainmise, il est recommandé de modifier la LCSA de telle sorte que :

- a) les mesures de défense anticipées seraient nulles à moins d'être approuvées par une majorité des actionnaires;

¹⁶⁷ Dingwall, L., «Inco Puts Poison Pill to Shareholder Vote - Again», The Financial Post, 13 mars 1989, p. 3.

- b) les mesures de défense anticipées seraient nulles à moins d'être reconfirmées chaque année par les actionnaires;
- c) les mesures de défense adoptées relativement à une ou des offres particulières d'achat visant à la mainmise devraient être approuvées par un comité d'administrateurs indépendants et par les actionnaires dès que raisonnablement possible et, dans tous les cas, au plus tard à la prochaine assemblée annuelle ou extraordinaire des actionnaires; et
- d) une résolution des actionnaires approuvant une mesure de défense ne devrait pas être liée à une autre mesure (par exemple, un dividende supplémentaire).

7. RÉSUMÉ ET CONCLUSION

[226] Ainsi que nous le mentionnions plus haut, l'objectif du présent document est de susciter un débat sur la question de savoir si la LCSA devrait continuer à réglementer les offres d'achat visant à la mainmise et, si c'est le cas, quelles modifications devraient être apportées aux règles actuelles. Le document a passé en revue l'historique et la raison d'être sous-tendant les dispositions de la LCSA sur les offres d'achat visant à la mainmise. Ces dispositions visent à protéger les intérêts des actionnaires. Cependant, cette raison d'être est contrebalancée par le désir de ne pas opposer d'obstacles indus aux offrants potentiels. Les prises de contrôle constituent un mécanisme important du marché au moyen duquel il est possible de remplacer la direction inefficace d'une société.

[227] La revue historique a permis d'illustrer que les dispositions de la LCSA sur les offres d'achat visant à la mainmise n'ont pas été changées depuis qu'elles ont été introduites en 1970, qu'elles sont maintenant dépassées et nécessitent une révision. À l'opposé, les dispositions sur les offres d'achat visant à la mainmise que contiennent les diverses lois provinciales sur les valeurs mobilières ont été constamment actualisées et sont maintenant largement uniformes. Cette situation, de même que le double emploi découlant de la réglementation par le fédéral et le provincial d'un même sujet, a mené un grand nombre de personnes à remettre en question la nécessité de continuer à réglementer les offres d'achat visant à la mainmise par le biais de la LCSA.

[228] Bien que le présent document recommande de conserver et d'actualiser les dispositions de la LCSA sur les offres d'achat visant à la mainmise, cela ne constitue pas une recommandation inconditionnelle. La recommandation est fondée sur la prémisse voulant que les dispositions sur les offres d'achat visant à la mainmise de la LCSA ajoutent une valeur suffisante, par rapport aux obligations des lois provinciales sur les valeurs mobilières, qui justifie qu'elles soient conservées. L'une des principales façons en cette matière par laquelle le présent document se démarque des obligations des lois provinciales actuelles en

matière d'offres d'achat visant à la mainmise, tient en ce que la LCSA offre des délais plus longs en cette matière.¹⁶⁸ Cette recommandation est fondée sur la conviction que les délais actuels minimaux dans les cas d'offre d'achat visant à la mainmise sont trop courts.

[229] En fait, toutes les recommandations que contient le présent document ne constituent nullement la version finale des changements qui seront apportés aux dispositions de la LCSA sur les offres d'achat visant à la mainmise. Elles représentent l'état actuel de la pensée sur ce sujet et ne constituent nullement une politique du gouvernement ou du ministère. Ce document, ainsi que les consultations qui suivront, a pour but de susciter de la part du public l'expression d'opinions qui permettraient d'améliorer la réglementation de la LCSA sur les offres d'achat visant à la mainmise.

Personnes ressources :

Charles Bernard
Analyste des politiques
Direction de la politique
des lois commerciales
Industrie Canada
Tél.: (613) 952-3678
Télécopieur :
Internet :

Lyne Tassé
Analyste juridique des politiques
Direction de la politique
des lois commerciales
Industrie Canada
(613) 952-2386
(613) 952-2067
lcsa.revision@ic.gc.ca

¹⁶⁸ Voir la rubrique 5(J).

LES IMPACTS SUR LES ENTREPRISES

Le gouvernement fédéral est déterminé à faire en sorte que les entreprises canadiennes n'aient pas à subir de charge économique non intentionnelle et inutile. À cette fin, le gouvernement a besoin de votre aide.

Vous trouverez ci-joint un questionnaire basé sur le modèle du «Test de l'impact sur les entreprises» (TIE). Le TIE a été élaboré par les entreprises en collaboration avec l'Association des manufacturiers canadiens, le Conseil du Trésor du Canada et Industrie Canada. Il vise à faire en sorte que les modifications apportées aux lois et aux règlements ne nuisent pas à la compétitivité des entreprises canadiennes. Il vous permet aussi de faire connaître vos choix en matière de politique. Essentiellement, le questionnaire ci-joint vous donne la possibilité d'influer sur le processus d'élaboration de la politique du gouvernement en indiquant de quelle façon l'action du gouvernement peut aider ou nuire aux entreprises canadiennes.

Ce questionnaire est facultatif et ne vise qu'à faciliter le regroupement et l'analyse de commentaires sur les modifications que l'on se propose d'apporter aux lois et aux règlements. Il ne vise pas à remplacer des données plus détaillées. Nous vous invitons donc à faire des commentaires détaillés et à les joindre au questionnaire.

Étant donné qu'il y a un très grand nombre de propositions et de recommandations, vous voudrez peut-être commenter seulement celles qui touchent de près votre entreprise ou votre travail.

Nous utiliserons les renseignements fournis seulement dans leur ensemble et en aucun cas nous référerons à une entreprise particulière. Néanmoins, il importe que vous identifiez clairement tout renseignement de nature confidentielle auquel vous préféreriez restreindre l'accès conformément à l'article 20 de la Loi sur l'accès à l'information. Prière de noter dans la marge si c'est le cas.

Si vous avez des questions à propos du présent sondage, vous pouvez communiquer avec Charles Hall au (613) 952-2118. Si vous avez des questions concernant le document et les propositions sur les Offres d'achat visant à la mainmise, veuillez les adresser à Lyne Tassé au (613) 952-2386.

Veillez retourner le questionnaire complété soit dans l'enveloppe ci-jointe soit par télécopieur au (613) 952-2067.

OFFRES D'ACHAT VISANT À LA MAINMISE

PARTIE 1 -- INFORMATION SUR LA PERSONNE INTERROGÉE

Veillez nous fournir des renseignements généraux sur vous-même et sur l'organisme pour lequel vous travaillez.

1- Nom : _____

Prénom : _____

Votre titre : _____

Nom de l'organisme pour lequel vous travaillez :

Numéro de téléphone : (____) _____

Numéro de télécopieur : (____) _____

Numéro Internet : _____

Veillez indiquer la catégorie à laquelle vous appartenez :

- Société constituée aux termes de la LCSA []
- Conseiller juridique []
- Conseiller financier []
- Investisseur institutionnel []
- Autre investisseur []
- Créancier []
- Autre (précisez) : _____

OFFRES D'ACHAT VISANT À LA MAINMISE

2- Si vous avez répondu que vous êtes une société constituée aux termes de la LCSA, veuillez répondre aux questions ci-dessous. Dans le cas contraire, passez à la **PARTIE 2 -- Accord avec les propositions concernant les Offres d'achat visant à la mainmise**, à la page 5.

- L'entreprise est-elle une société étrangère ou une société appartenant à des intérêts canadiens?

étrangère intérêts canadiens

- L'entreprise est-elle une filiale d'une autre société?

oui non

- L'entreprise est-elle une société fermée ou ouverte?

fermée ouverte

- Quel est le principal marché visé par votre société?

local provincial

national international

- Identifier la ou les industries constituant l'activité principale de votre société :

agriculture et industries de services connexes;
 pêche et piégeage;
 exploitation forestière;
 mines (y compris le forage), exploitation des carrières et des puits de pétrole;
 fabrication;
 construction;
 transport;
 communications et autres services publics;
 commerce de gros;
 commerce de détail;
 immobilier et assurance;
 services gouvernementaux;
 hébergement, aliments et boissons;
 autres services.

OFFRES D'ACHAT VISANT À LA MAINMISE

- Évaluez le chiffre d'affaires de votre société :
 - moins de 2 millions de dollars
 - 2 millions - 10 millions de dollars
 - 10 millions - 100 millions de dollars
 - 100 millions - 500 millions de dollars
 - plus de 500 millions de dollars

- Évaluez le nombre de personnes engagées par votre société :
 - moins de 50 personnes
 - 50 - 100 personnes
 - 101 - 500 personnes
 - 501 - 1 000 personnes
 - plus de 1 000 personnes

- Évaluez en pourcentage la production exportée par votre société :
 - moins de 10 %
 - 10 % - 25 %
 - 25 % - 50 %
 - 50 % - 75 %
 - plus de 75 %

OFFRES D'ACHAT VISANT À LA MAINMISE

PARTIE 2 -- ACCORD AVEC LES PROPOSITIONS CONCERNANT LES OFFRES D'ACHAT VISANT À LA MAINMISE

Dans cette section, veuillez indiquer si vous pensez que la LCSA doit être modifiée ou clarifiée en ce qui a trait aux offres d'achat visant à la mainmise et dans quelle mesure vous êtes en accord ou en désaccord avec chacune des propositions présentées dans le document de consultation. Pour chaque recommandation, veuillez préciser votre degré d'accord ou de désaccord pour chaque énoncé. Veuillez consulter la légende ci-dessous pour les réponses possibles. Par exemple, dans le cas ci-dessous, le sujet interrogé a répondu «1» à la proposition «XYZ». Cela signifie que le sujet interrogé désapprouve fortement la proposition «XYZ». Par ailleurs, le sujet interrogé a répondu «3» à la proposition «ABC». Le sujet interrogé est donc en accord avec la proposition «ABC».

Si vous avez des questions sur la façon d'utiliser la légende, veuillez communiquer avec Charles Hall au (613) 952-2118.

<u>Légende</u>				
0	1	2	3	4
Ne s'applique pas	Désapprouve fortement	Désapprouve	Approuve	Approuve fortement

EXEMPLE

<u>PROPOSITION</u>	<u>NIVEAU D'ACCORD</u>
Proposition XYZ - que la LCSA soit modifiée de manière à ce que «XYZ»	1
Proposition ABC - que la LCSA soit modifiée de manière à ce que «ABC»	3

Veuillez continuer à la page suivante et remplir le tableau en suivant l'exemple ci-dessus.

OFFRES D'ACHAT VISANT À LA MAINMISE

PROPOSITION	NIVEAU D'ACCORD
Question d'ordre général	
Faut-il apporter des amendements concernant les offres d'achat visant à la mainmise dans la LCSA?	
Abroger toutes les dispositions sur les offres d'achat visant à la mainmise de la LCSA	
La LCSA devrait continuer à réglementer les offres d'achat visant à la mainmise; les dispositions devraient être actualisées en fonction des propositions faites dans le document.	
Propositions d'amendement des dispositions sur les offres d'achat visant à la mainmise	
A. Augmenter de 10 à 20 pour cent le seuil actuel de la LCSA relatif aux offres d'achat visant à la mainmise.	
B. <u>Ne pas</u> modifier la LCSA de façon à adopter des dispositions obligeant à une «déclaration d'avertissement rapide».	
Options :	
(i) Adopter des dispositions relatives à la déclaration d'avertissement rapide dans la LCSA et recourir aux dispenses prévues par l'article 258.2 pour régler la question du double emploi.	
(ii) Adopter l'option (i), mais prévoir également un seuil de déclaration d'avertissement rapide pour les actionnaires qui détiennent plus de 5 pour cent des actions avec droit de vote.	
C. Ajouter une définition distincte d'«offre de l'émetteur» dans la LCSA, définition qui inclurait les offres d'achat, de rachat ou autres acquisitions de valeurs mobilières émises d'une société.	
D. (i) Éliminer l'application aux offres de l'émetteur de la dispense pour conventions de gré à gré.	
(ii) Ajouter des dispenses applicables aux offres de l'émetteur qui s'apparentent à celles que l'on trouve dans les lois provinciales.	
(iii) Disposer séparément dans la LCSA les définitions d'offre de l'émetteur et d'offre d'achat visant à la mainmise.	

OFFRES D'ACHAT VISANT À LA MAINMISE

PROPOSITION	NIVEAU D'ACCORD
<p>E. (i) Réduire de quinze à cinq le nombre maximal d'actionnaires admissibles à la dispense pour conventions de gré à gré.</p> <p>(ii) Restreindre la capacité des actionnaires à se regrouper afin de tenter d'obtenir plus facilement la dispense relative aux conventions de gré à gré.</p> <p>(iii) Restreindre à 15 pour cent la prime au-dessus du cours du marché qui puisse être payée aux termes de la dispense.</p>	
F. Élargir les dispenses actuelles applicables aux «sociétés fermées» de façon à ce qu'elles soient analogues à celles que l'on retrouve dans la plupart des lois provinciales sur les valeurs mobilières.	
G. Ajouter une dispense pour les achats de 5 pour cent qui soit analogue à celles que l'on trouve dans les lois provinciales sur les valeurs mobilières.	
H. Élargir la définition de «pollicitation» de telle sorte qu'elle s'entende également de l'acceptation d'une offre de vente non sollicitée.	
I. Inclure une présomption réfutable portant que les personnes entretenant certaines relations avec le pollicitant agissent conjointement ou de concert.	
J. Prolonger les périodes minimales d'offre et de dépôt à 45 jours et éliminer les distinctions que fait la LCSA au niveau des délais entre une «offre portant sur toutes les actions» et une «offre ne portant pas sur toutes les actions».	
K. Exiger du pollicité qu'il transmette au dépositaire du pollicitant une copie écrite, imprimée ou électronique de l'avis de révocation.	
L. Interdire à un pollicitant de vendre des actions de la catégorie visée par une offre au cours de la période de l'offre d'achat visant à la mainmise.	
M. Exiger la transmission d'un avis de changement lorsqu'une modification s'est produite dans les renseignements que contient une circulaire du conseil d'administration ou d'offre d'achat visant à la mainmise/de l'émetteur.	
N. Exiger que le pollicitant envoie un avis de modification à chaque personne ayant reçu la circulaire d'offre d'achat visant à la mainmise ou d'offre de l'émetteur lorsque les conditions d'une offre sont modifiées.	
O. Ajouter des périodes d'intégration antérieure et postérieure à l'offre semblable à celles qui se trouvent dans les lois provinciales.	

OFFRES D'ACHAT VISANT À LA MAINMISE

PROPOSITION	NIVEAU D'ACCORD
<p>P. Modifier la LCSA afin d'accorder aux actionnaires minoritaires le droit, dans certains cas, de forcer la société à acheter leurs actions.</p>	
<p><u>Option :</u></p> <p>Maintenir les choses en l'état et ne pas modifier la LCSA de façon à permettre les acquisitions forcées.</p>	
<p>Q. <u>Ne pas</u> modifier l'article 206 et continuer à obliger le pollicitant à acquérir 90 pour cent des actions qu'il ne détient pas.</p>	
<p><u>Options :</u></p> <p>(i) Supprimer l'expression «sans tenir compte des actions détenues» du paragraphe 206(2) de la LCSA de façon à permettre à un pollicitant qui détient 90 pour cent des actions d'une catégorie d'acquérir les actions restantes.</p>	
<p>(ii) Remanier l'article 206 de façon à permettre à un actionnaire détenant plus de 90 pour cent des actions d'une catégorie d'acquérir les actions restantes.</p>	
<p>R. Conférer au directeur le pouvoir d'accorder des dispenses à la fois au cas par cas et des dispenses d'application générale vis-à-vis des dispositions de la partie XVII de la LCSA.</p>	
<p>S. Assortir l'offre d'un nouvel ensemble de conditions s'il y a conversion d'une offre portant sur toutes les actions en une offre partielle.</p>	
<p><u>Option :</u></p> <p>Interdire la conversion d'une offre portant sur toutes les actions d'une catégorie en une offre ne portant pas sur toutes les actions de la catégorie.</p>	
<p>T. <u>Ne pas</u> modifier la LCSA afin d'exiger que les renseignements relatifs à une offre d'achat visant à la mainmise soient diffusés auprès de non-résidents du Canada.</p>	
<p><u>Option :</u></p> <p>Modifier la LCSA de façon à obliger l'envoi de renseignements aux actionnaires qui résident dans des territoires avec qui un accord de RIM a été passé.</p>	
<p>U. Remplacer, dans la version française, l'expression «offre d'achat visant à la mainmise» par «offre publique d'achat».</p>	
<p>V. <u>Ne pas</u> modifier la partie XVII de façon à imposer des règles précises sur les PCA.</p>	
<p><u>Option :</u></p> <p>Modifier la partie XVII de façon à exiger que, dans les cas où un pollicitant fait une offre d'achat visant à la mainmise par PCA, le pollicitant prépare et diffuse avec l'offre une déclaration solennelle.</p>	

OFFRES D'ACHAT VISANT À LA MAINMISE

PROPOSITION	NIVEAU D'ACCORD
<p>W. Augmenter les peines que prévoit l'article 205 de la LCSA de façon à porter l'amende maximale à 1 000 000 \$ ou l'emprisonnement maximal à deux ans, ou ces deux peines. Les peines que prévoit l'article 250 devraient être augmentées à 100 000 \$ ou un emprisonnement maximal de six mois, ou ces deux peines.</p>	
Mesures de défense	
<p>A. Ne pas apporter de changements législatifs à la définition des devoirs fiduciaires. Il devrait être laissé aux tribunaux le soin d'élaborer les notions relatives à l'intérêt véritable de la société dans des situations d'offres d'achat hostiles visant à la mainmise.</p>	
<p><u>Options :</u></p> <p>(i) Adopter la doctrine du but dominant.</p>	
<p>(ii) Adopter la règle américaine du jugement d'affaires.</p>	
<p>(iii) Modifier la LCSA de façon à prévoir expressément que la doctrine de la fin légitime, élaborée à la lumière d'autres régimes de droit des sociétés, est inapplicable aux sociétés de régime fédéral.</p>	
<p>B. Réglementer la conduite de la direction dans une situation d'offre d'achat hostile visant à la mainmise :</p> <p>(i) les mesures de défense anticipées seraient nulles à moins d'être approuvées par une majorité des actionnaires;</p> <p>(ii) les mesures de défense anticipées seraient nulles à moins d'être reconfirmées chaque année par les actionnaires;</p> <p>(iii) les mesures de défense adoptées relativement à une ou des offres particulières d'achat visant à la mainmise devraient être approuvées par un comité d'administrateurs indépendants et par les actionnaires dès que raisonnablement possible et, dans tous les cas, au plus tard à la prochaine assemblée annuelle ou extraordinaire des actionnaires; et</p> <p>(iv) une résolution des actionnaires approuvant une mesure de défense ne devrait pas être liée à une autre mesure (par exemple, un dividende supplémentaire).</p>	

OFFRES D'ACHAT VISANT À LA MAINMISE

PARTIE 3 -- COMMENTAIRES SUR LA RECOMMANDATION/L'OPTION PRÉFÉRÉE

Dans cette section, vous avez la possibilité de faire des commentaires sur les recommandations ou les options présentées dans le document de consultation. Pour chaque recommandation, veuillez préciser votre degré d'accord ou de désaccord pour chaque énoncé (consultez la légende ci-dessous pour des réponses possibles). Par exemple, dans le cas ci-dessous, le sujet interrogé a répondu «1» à la question de savoir si la recommandation clarifierait la LCSA. Sa réponse indique qu'il est tout à fait en désaccord avec l'énoncé selon lequel la recommandation clarifierait la LCSA. Toutefois, le sujet interrogé a répondu «3» à l'énoncé selon lequel la recommandation réduirait le coût de faire des affaires. Le sujet interrogé convient donc que le coût de faire des affaires serait réduit si la recommandation était adoptée.

Si vous avez des questions à propos de ce tableau, veuillez communiquer avec Charles Hall au (613) 952-2118.

<u>Légende</u>				
0	1	2	3	4
Ne s'applique pas	Désapprouve fortement	Désapprouve	Approuve	Approuve fortement

EXEMPLE

Recommandation/Option	Cette recommandation/option aurait l'effet suivant							
	Clarifier la LCSA	Réduire le coût de faire des affaires	Réduire la paperasserie	Améliorer l'harmonisation	Réduire les duplications	Accroître la compétitivité	Améliorer la prise de décision	Améliorer l'obligation de rendre compte
1. Exemple d'une recommandation (page X)	1	3	3	4	4	2	3	0

Veuillez continuer à la page suivante et remplir le tableau comme dans l'exemple ci-dessus.

OFFRES D'ACHAT VISANT À LA MAINMISE

Cette recommandation/option aurait l'effet suivant

Recommandation/Option	Réduire le coût de faire des affaires	Réduire la pape-rasserie	Améliorer l'harmo-nisation	Réduire les dupli-cations	Accroître la compé-titivité	Améliorer la prise de décision	Améliorer l'obliga-tion de rendre compte
-----------------------	---------------------------------------	--------------------------	----------------------------	---------------------------	-----------------------------	--------------------------------	--

Recommandation/Option

Recommandation/Option	Réduire le coût de faire des affaires	Réduire la pape-rasserie	Améliorer l'harmo-nisation	Réduire les dupli-cations	Accroître la compé-titivité	Améliorer la prise de décision	Améliorer l'obliga-tion de rendre compte
Abroger toutes les dispositions sur les offres d'achat visant à la mainmise de la LCSA							
La LCSA devrait continuer à réglementer les offres d'achat visant à la mainmise; les dispositions devraient être actualisées en fonction des propositions faites dans le document.							
Propositions d'amendement des dispositions sur les offres d'achat visant à la mainmise							
A. Augmenter de 10 à 20 pour cent le seuil actuel de la LCSA relatif aux offres d'achat visant à la mainmise.							
B. <u>Ne pas</u> modifier la LCSA de façon à adopter des dispositions obligeant à une «déclaration d'avertissement rapide».							
<u>Options :</u>							
(i) Adopter des dispositions relatives à la déclaration d'avertissement rapide dans la LCSA et recourir aux dispenses prévues par l'article 258.2 pour régler la question du double emploi.							
(ii) Adopter l'option (i), mais prévoir également un seuil de déclaration d'avertissement rapide pour les actionnaires qui détiennent plus de 5 pour cent des actions avec droit de vote.							

OFFRES D'ACHAT VISANT À LA MAINMISE

Cette recommandation/option aurait l'effet suivant

Recommandation/Option	Réduire le coût de la LCSA	Réduire le faire des affaires	Réduire la pape-rasserie	Améliorer l'harmo-nisation	Réduire les dupli-cations	Accroître la compé-titivité	Améliorer la prise de décision	Améliorer l'obliga-tion de rendre compte
-----------------------	----------------------------	-------------------------------	--------------------------	----------------------------	---------------------------	-----------------------------	--------------------------------	--

C. Ajouter une définition distincte d'«offre de l'émetteur» dans la LCSA, définition qui inclurait les offres d'achat, de rachat ou autres acquisitions de valeurs mobilières émises d'une société.								
D. (i) Éliminer l'application aux offres de l'émetteur de la dispense pour conventions de gré à gré. (ii) Ajouter des dispenses applicables aux offres de l'émetteur qui s'apparentent à celles que l'on trouve dans les lois provinciales. (iii) Disposer séparément dans la LCSA les définitions d'offre de l'émetteur et d'offre d'achat visant à la mainmise.								
E. (i) Réduire de quinze à cinq le nombre maximal d'actionnaires admissibles à la dispense pour conventions de gré à gré. (ii) Restreindre la capacité des actionnaires à se regrouper afin de tenter d'obtenir plus facilement la dispense relative aux conventions de gré à gré. (iii) Restreindre à 15 pour cent la prime au-dessus du cours du marché qui puisse être payée aux termes de la dispense.								

OFFRES D'ACHAT VISANT À LA MAINMISE

Cette recommandation/option aurait l'effet suivant

Clarifier la LCSA	Réduire le coût de faire des affaires	Réduire la paperasserie	Améliorer l'harmonisation	Réduire les duplications	Accroître la compétitivité	Améliorer la prise de décision	Améliorer l'obligation de rendre compte
-------------------	---------------------------------------	-------------------------	---------------------------	--------------------------	----------------------------	--------------------------------	---

Recommandation/Option

F. Élargir les dispenses actuelles applicables aux «sociétés fermées» de façon à ce qu'elles soient analogues à celles que l'on retrouve dans la plupart des lois provinciales sur les valeurs mobilières.							
G. Ajouter une dispense pour les achats de 5 pour cent qui soit analogue à celles que l'on trouve dans les lois provinciales sur les valeurs mobilières.							
H. Élargir la définition de «pollicitation» de telle sorte qu'elle s'entende également de l'acceptation d'une offre de vente non sollicitée.							
I. Inclure une présomption réfutable portant que les personnes entretenant certaines relations avec le pollicitant agissent conjointement ou de concert.							
J. Prolonger les périodes minimales d'offre et de dépôt à 45 jours et éliminer les distinctions que fait la LCSA au niveau des délais entre une «offre portant sur toutes les actions» et une «offre ne portant pas sur toutes les actions».							
K. Exige du pollicité qu'il transmette au dépositaire du pollicitant une copie écrite, imprimée ou électronique de l'avis de révocation.							
L. Interdire à un pollicitant de vendre des actions de la catégorie visée par une offre au cours de la période de l'offre d'achat visant à la mainmise.							

OFFRES D'ACHAT VISANT À LA MAINMISE

Cette recommandation/option aurait l'effet suivant

Clarifier la LCSA	Réduire le coût de faire des affaires	Réduire la paperasse	Améliorer l'harmonisation	Réduire les duplications	Accroître la compétitivité	Améliorer la prise de décision	Améliorer l'obligation de rendre compte
-------------------	---------------------------------------	----------------------	---------------------------	--------------------------	----------------------------	--------------------------------	---

Recommandation/Option

M. Exiger la transmission d'un avis de changement lorsqu'une modification s'est produite dans les renseignements que contient une circulaire du conseil d'administration ou d'offre d'achat visant à la mainmise/de l'émetteur.								
N. Exiger que le pollicitant envoie un avis de modification à chaque personne ayant reçu la circulaire d'offre d'achat visant à la mainmise ou d'offre de l'émetteur lorsque les conditions d'une offre sont modifiées.								
O. Ajouter des périodes d'intégration antérieure et postérieure à l'offre semblable à celles qui se trouvent dans les lois provinciales.								
P. Modifier la LCSA afin d'accorder aux actionnaires minoritaires le droit, dans certains cas, de forcer la société à acheter leurs actions.								
<u>Option :</u> Maintenir les choses en l'état et ne pas modifier la LCSA de façon à permettre les acquisitions forcées.								
Q. Ne pas modifier l'article 206 et continuer à obliger le pollicitant à acquérir 90 pour cent des actions qu'il ne détient pas.								

OFFRES D'ACHAT VISANT À LA MAINMISE

Cette recommandation/option aurait l'effet suivant

Clarifier la LCSA	Réduire le coût de faire des affaires	Réduire la pape-rasserie	Améliorer l'harmo-nisation	Réduire les dupli-cations	Accroître la compé-titivité	Améliorer la prise de décision	Améliorer l'obligation de rendre compte
-------------------	---------------------------------------	--------------------------	----------------------------	---------------------------	-----------------------------	--------------------------------	---

Recommandation/Option

Recommandation/Option	Clarifier la LCSA	Réduire le coût de faire des affaires	Réduire la pape-rasserie	Améliorer l'harmo-nisation	Réduire les dupli-cations	Accroître la compé-titivité	Améliorer la prise de décision	Améliorer l'obligation de rendre compte
<u>Options :</u>								
(i) Supprimer l'expression «sans tenir compte des actions détenues» du paragraphe 206(2) de la LCSA de façon à permettre à un pollicitant qui détient 90 pour cent des actions d'une catégorie d'acquérir les actions restantes.								
(ii) Remanier l'article 206 de façon à permettre à un actionnaire détenant plus de 90 pour cent des actions d'une catégorie d'acquérir les actions restantes.								
R. Conférer au directeur le pouvoir d'accorder des dispenses à la fois au cas par cas et des dispenses d'application générale vis-à-vis des dispositions de la partie XVII de la LCSA.								
S. Assortir l'offre d'un nouvel ensemble de conditions s'il y a conversion d'une offre portant sur toutes les actions en une offre partielle.								
<u>Option :</u>								
Interdire la conversion d'une offre portant sur toutes les actions d'une catégorie en une offre ne portant pas sur toutes les actions de la catégorie.								

OFFRES D'ACHAT VISANT À LA MAINMISE

Cette recommandation/option aurait l'effet suivant

	Réduire le coût de faire des affaires	Réduire le la pape-rasserie	Améliorer l'harmo-nisation	Réduire les dupli-cations	Accroître la compé-titivité	Améliorer la prise de décision	Améliorer l'obliga-tion de rendre compte
--	---------------------------------------	-----------------------------	----------------------------	---------------------------	-----------------------------	--------------------------------	--

Recommandation/Option

T. <u>Ne pas</u> modifier la LCSA afin d'exiger que les renseignements relatifs à une offre d'achat visant à la mainmise soient diffusés auprès de non-résidents du Canada.							
<u>Option</u> : Modifier la LCSA de façon à obliger l'envoi de renseignements aux actionnaires qui résident dans des territoires avec qui un accord de RIM a été passé.							
U. Remplacer, dans la version française, l'expression «offre d'achat visant à la mainmise» par «offre publique d'achat».							
V. <u>Ne pas</u> modifier la partie XVII de façon à imposer des règles précises sur les PCA.							
<u>Option</u> : Modifier la partie XVII de façon à exiger que, dans les cas où un pollicitant fait une offre d'achat visant à la mainmise par PCA, le pollicitant prépare et diffuse avec l'offre une déclaration solennelle.							
W. Augmenter les peines que prévoit l'article 205 de la LCSA de façon à porter l'amende maximale à 1 000 000 \$ ou l'emprisonnement maximal à deux ans, ou ces deux peines. Les peines que prévoit l'article 250 devraient être augmentées à 100 000 \$ ou un emprisonnement maximal de six mois, ou ces deux peines.							

OFFRES D'ACHAT VISANT À LA MAINMISE

Cette recommandation/option aurait l'effet suivant

Clarifier la LCSA	Réduire le coût de faire des affaires	Réduire la paperasserie	Améliorer l'harmonisation	Réduire les duplications	Accroître la compétitivité	Améliorer la prise de décision	Améliorer l'obligation de rendre compte
-------------------	---------------------------------------	-------------------------	---------------------------	--------------------------	----------------------------	--------------------------------	---

Recommandation/Option

Mesures de défense								
A. Ne pas apporter de changements législatifs à la définition des devoirs fiduciaires. Il devrait être laissé aux tribunaux le soin d'élaborer les notions relatives à l'intérêt véritable de la société dans des situations d'offres d'achat hostiles visant à la mainmise.								
<u>Options :</u>								
(i) Adopter la doctrine du but dominant.								
(ii) Adopter la règle américaine du jugement d'affaires.								
(iii) Modifier la LCSA de façon à prévoir expressément que la doctrine de la fin légitime, élaborée à la lumière d'autres régimes de droit des sociétés, est inapplicable aux sociétés de régime fédéral.								

OFFRES D'ACHAT VISANT À LA MAINMISE

Cette recommandation/option aurait l'effet suivant

	Réduire le	Réduire	Améliorer	Réduire	Accroître	Améliorer	Améliorer
Clarifier la LCSA	coût de faire des affaires	la pape-rasserie	l'harmo-nisation	les dupli-cations	la compé-titivité	la prise de décision	l'obliga-tion de rendre compte

Recommandation/Option

Recommandation/Option	Réduire le	Réduire	Améliorer	Réduire	Accroître	Améliorer	Améliorer
<p>B. Réglementer la conduite de la direction dans une situation d'offre d'achat hostile visant à la mainmise :</p> <p>(i) les mesures de défense anticipées seraient nulles à moins d'être approuvées par une majorité des actionnaires;</p> <p>(ii) les mesures de défense anticipées seraient nulles à moins d'être reconfirmées chaque année par les actionnaires;</p> <p>(iii) les mesures de défense adoptées relativement à une ou des offres particulières d'achat visant à la mainmise devraient être approuvées par un comité d'administrateurs indépendants et par les actionnaires dès que raisonnablement possible et, dans tous les cas, au plus tard à la prochaine assemblée annuelle ou extraordinaire des actionnaires; et</p> <p>(iv) une résolution des actionnaires approuvant une mesure de défense ne devrait pas être liée à une autre mesure (par exemple, un dividende supplémentaire).</p>							