

# Les « pilules empoisonnées » du nouveau régime d’offres publiques d’achat : leçons à tirer et questions découlant de la plus vaste opération de fusion et d’acquisition en matière de cannabis au Canada

21 MARS 2018 18 MIN DE LECTURE

## Expertises Connexes

- [Cannabis](#)
- [Fusions et acquisitions](#)
- [Gestion de placements](#)
- [Gouvernance d’entreprise](#)
- [Marchés financiers](#)

Auteurs(trice): [Emmanuel Pressman](#), [Jeremy Fraiberg](#), [Alex Gorka](#), [Shawn Irving](#)

Le 22 décembre 2017, la Commission des valeurs mobilières de l’Ontario (CVMO) et la Financial and Consumer Affairs Authority of Saskatchewan (la FCAAS et, avec la CVMO, les « Commissions ») ont ordonné, au terme d’une audience conjointe, l’interdiction immédiate d’opérations à l’égard du régime de droits des actionnaires tactique adopté par CanniMed Therapeutics Inc. (CanniMed), en réponse à une offre publique d’achat non sollicitée de la part d’Aurora Cannabis Inc. (Aurora). Avant l’offre officielle d’Aurora, CanniMed avait annoncé qu’elle avait conclu une entente d’acquisition amicale aux termes de laquelle elle acquerrait la totalité des actions en circulation de Newstrike Resources Ltd. (Newstrike). Un mois après que cette ordonnance eut été rendue, il a été mis fin à la convention d’achat de Newstrike, et Aurora et CanniMed ont conclu une entente selon laquelle Aurora ferait l’acquisition de CanniMed, dans le cadre d’une opération évaluée à environ 1,1 G\$, soit la plus grande opération à ce jour au Canada dans le secteur du cannabis.

Le 15 mars 2018, les Commissions ont produit leurs motifs, expliquant le fondement de l’ordonnance rendue en décembre. Les motifs des Commissions sont dignes de mention, car ils expliquent la première décision qualifiée de « pilule empoisonnée » prise par des commissions de valeurs mobilières canadiennes depuis l’adoption du nouveau régime d’offres publiques d’achat (le nouveau régime des OPA), à l’échelle du Canada, en mai 2016 (Règlement 62-104). Le nouveau régime des OPA a été adopté après de nombreux débats, au cours desquels les autorités en valeurs mobilières du Canada n’ont pas réussi à trouver un terrain d’entente quant aux projets de réforme de la réglementation sur les mesures de défense, y compris les régimes de droits des actionnaires. L’absence de consensus a laissé en suspens la question de savoir comment les autorités en valeurs mobilières appelées à instruire des contestations aux régimes de droits des actionnaires traiteraient ces affaires, à la lumière du nouveau régime des OPA.

Nous avons déjà passé en revue la chronologie des événements et les principales questions que cette décision [touchait](#).<sup>[1]</sup> Dans ce bulletin d’actualités, nous nous penchons sur l’analyse des Commissions, en plaçant l’accent sur les aspects des motifs qui auront une incidence sur les futures opérations de fusion et d’acquisition.

- **Le régime de droits tactique contrecarre le recours aux conventions de dépôt ou la dispense de 5 % risque d’entraîner une interdiction immédiate d’opérations :** Dans ce qui constitue sans nul doute la partie la plus importante de leur décision, les Commissions

ont conclu que le régime de droits des actionnaires tactique que le conseil d'administration (le Conseil) de CanniMed avait adopté à la suite de l'OPA hostile d'Aurora posait problème et devrait donc faire l'objet d'une interdiction immédiate d'opérations. Les Commissions ont noté, dès le début de leur décision, qu'il était inapproprié, dans ce contexte, d'invoquer leur autorité en matière d'intérêt public pour interdire à Aurora de se prévaloir de la dispense en vue d'acquérir jusqu'à 5 % des actions de CanniMed dans le cadre d'opérations courantes pendant que l'offre d'Aurora était en cours (la dispense de 5 %), tout en reconnaissant qu'il pourrait y avoir d'autres cas où le recours à la dispense de 5 % serait dans l'intérêt public (p. ex. dans les cas où le fait de s'en prévaloir saperait les politiques sous-jacentes au nouveau régime des OPA). Se penchant sur le régime de droits de CanniMed, les Commissions ont estimé troublant que, dans des circonstances où elles avaient déterminé qu'il n'était pas dans l'intérêt public d'interdire à Aurora de se prévaloir de la dispense de 5 %, le régime de droits considérait que les actions assujetties à la convention de dépôt étaient la propriété véritable d'Aurora, de sorte qu'Aurora ne pouvait pas recourir à la dispense de 5 % pour acquérir les actions ordinaires de CanniMed sans déclencher le régime de droits. Les Commissions ont donné beaucoup de poids à leur conclusion selon laquelle le régime de droits avait été conçu principalement pour protéger l'opération relative à Newstrike et pour résister à l'offre d'Aurora, et qu'il n'était pas destiné à faire obtenir des offres plus élevées.

Fait important, les Commissions ont laissé entendre qu'à la suite des modifications qui ont donné lieu à l'adoption du nouveau régime des OPA, les décisions antérieures de la CVMO relatives aux régimes de droits étaient peu utiles en l'espèce. Elles ont poursuivi en déclarant que les conventions de dépôt constituent non seulement une « caractéristique légitime et reconnue de la planification d'opérations de fusion et d'acquisition au Canada », mais qu'elles sont encore plus importantes dans la planification d'un initiateur depuis l'adoption du nouveau régime des OPA, car les risques liés à la réalisation de l'opération pour un initiateur se sont accrus en raison de la plus longue période pendant laquelle une offre doit demeurer ouverte et de l'incapacité de l'initiateur de renoncer à l'obligation de dépôt minimal. Les Commissions étaient donc d'avis que « ce sera l'un des rares cas où il sera autorisé qu'un régime de droits tactique entrave les caractéristiques reconnues du régime d'offres publiques d'achat, telles que l'occasion, pour les initiateurs et les actionnaires, de prendre des décisions dans leur propre intérêt concernant le fait de céder leurs actions ou non en concluant une convention de dépôt du genre de celle dont il est question en l'espèce ». De plus, les Commissions ont déclaré que les régimes de droits tactiques « ne devraient généralement pas être utilisés pour établir que des initiateurs ont la propriété véritable d'actions assujetties à une convention de dépôt, dans des circonstances où ils ne seraient pas réputés être des personnes agissant de concert, aux termes des règles applicables ».

Les émetteurs et leurs conseillers devront tenir compte de la détermination avec laquelle les Commissions se sont objectées au recours au régime de droits tactique pour restreindre la capacité d'un initiateur hostile à conclure des conventions de dépôt quelles qu'elles soient, ou à se prévaloir de la dispense de 5 %. En fait, les commentaires des Commissions à cet égard dépassent le cadre de ce qu'il fallait trancher en l'espèce et soulèvent d'importantes questions. C'est d'autant plus vrai que les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) ont évité toute discussion sur leur propre opinion quant aux répercussions du nouveau régime des OPA sur les mesures de défense lors de l'adoption de ce régime.

Depuis quelque deux décennies, les régimes de droits établissent une distinction entre les

conventions de dépôt « souples » et les conventions « irrévocables » (entre les conventions qui permettent aux actionnaires de déposer leurs titres en faveur d'une offre plus élevée et celles qui ne l'autorisent pas); ces régimes permettent habituellement les conventions de dépôt souples, mais restreignent le recours aux conventions irrévocables. C'est là le résultat d'années de négociations entre les émetteurs et Fairvest (qui fait maintenant partie d'ISS), et cela représente un compromis bien accepté entre les émetteurs et les investisseurs institutionnels, destiné à permettre aux conseils d'administration d'attirer des offres concurrentes, tout en autorisant un éventail de conventions de dépôt qui inciteront les initiateurs à faire des offres. Il n'est pas clair si les Commissions ont conclu que ce terrain d'entente n'était plus acceptable, particulièrement dans les situations où la société visée par une OPA hostile décide de solliciter des offres concurrentes. On ignore également si le fait que les sociétés cibles disposent dorénavant de plus de temps pour réagir à une offre qu'elles n'en avaient avant l'adoption du nouveau régime des OPA change fondamentalement le raisonnement sous-jacent au compromis précédemment accepté. À cet égard, nous constatons que la décision ne tient pas compte du fait que le régime de droits tactique de CanniMed était inhabituel, car il n'établissait aucune distinction entre les conventions de dépôt irrévocables et les conventions de dépôt souples. En fait, contrairement à bien des régimes de droits tactiques (et à tous les régimes de droits approuvés par les actionnaires et en conformité avec l'ISS) qui autorisent les conventions de dépôt souples, le régime de droits de CanniMed considérait que les actions faisant l'objet d'une convention de dépôt étaient la propriété véritable de l'initiateur.

Les régimes de droits tactiques et les régimes de droits approuvés par les actionnaires ont longtemps eu pour effet de restreindre l'accès à la dispense de 5 %, alors qu'ils permettaient à un initiateur d'acquérir plus de 20 % des actions des sociétés ciblées autrement que dans le cadre d'une offre permise. Parallèlement, les régimes de droits n'ont pas empêché l'accès à la dispense de 5 % si un initiateur n'en arrivait pas ainsi à contrôler plus de 20 % des actions de la société ciblée, que ce soit directement ou par le recours à des conventions de dépôt. C'est également conforme à la restriction que les régimes de droits ont longtemps imposée aux dispenses dans le cadre d'offres publiques d'achat et qui pourrait être utilisée pour dépasser le seuil de 20 % avant de lancer une offre, comme la dispense aux termes de contrats de gré à gré. Il y aura certainement des circonstances dans lesquelles le recours à la dispense de 5 % par un initiateur contrôlant un important bloc d'actions par participation directe ou au moyen de conventions de dépôt irrévocables pourrait rendre pratiquement impossible pour un autre initiateur de faire accepter son offre, ce qui compromettrait toute tentative de la part de la société ciblée de tenir une enchère significative. Il sera intéressant de voir si les autorités en valeurs mobilières placées dans une situation de ce genre seront plus favorables au recours à un régime de droits pour restreindre l'utilisation de la dispense de 5 %, ou si elles seront plus réceptives aux arguments de l'intérêt public en faveur de l'interdiction, pour un initiateur, de se prévaloir de la dispense de 5 %. Ce qui est particulièrement intéressant à cet égard sera la position que l'Autorité des marchés financiers (« l'AMF », soit l'autorité en valeurs mobilières du Québec) prendra, étant donné que l'AMF a établi clairement, dans un document de consultation publié en 2013, qu'elle était beaucoup plus ouverte aux mesures de défense que les autres membres de l'ACVM.

Cette situation comportait l'adoption d'un régime de droits tactique en réponse à une offre publique d'achat hostile appuyée par plus du tiers des actions émises et en circulation de la société ciblée. Cependant, même après l'instauration du nouveau régime des OPA, de nombreux émetteurs ont continué à adopter des régimes de droits approuvés par les actionnaires lorsqu'ils ne font pas l'objet d'une offre, et ces régimes de droits ont très souvent reçu un fort appui de la part des actionnaires lorsqu'ils ont été présentés pour ratification (c.-à-d. dans les six mois suivant leur adoption, conformément aux exigences applicables de la TSX). Avant la décision Aurora, les régimes de droits approuvés par les actionnaires étaient rarement contestés au début d'une offre. Ils faisaient habituellement

plutôt l'objet d'une interdiction immédiate d'opérations, lorsque l'offre était en cours depuis 50 à 70 jours. Cela signifie qu'ils servaient à restreindre les conventions de dépôt irrévocables et l'accès à la dispense de 5 % pendant 50 à 70 jours. Les émetteurs et leurs conseillers devront dorénavant déterminer si la décision Aurora signifie que les régimes de droits approuvés par des actionnaires seront plus vulnérables aux tentatives d'interdiction immédiate d'opérations au début de la période d'ouverture, dans des circonstances où l'initiateur peut démontrer que le régime de droits restreint la capacité de l'initiateur à conclure une convention de dépôt ou à avoir accès à la dispense de 5 %. Il faudra réfléchir sérieusement au poids que les commissions de valeurs mobilières peuvent accorder au fait que les actionnaires ont approuvé ces restrictions et que l'initiateur les connaît avant qu'il lance une offre publique d'achat (par opposition à un régime de droits tactique adopté sans l'approbation des actionnaires, et en réponse à une offre).

Il était à prévoir que l'incapacité de l'ACVM, entre 2013 et 2016, à en venir à un consensus sur l'approche appropriée de la réglementation relative aux mesures de défense laisserait de nombreuses questions en suspens une fois que le nouveau régime des OPA serait en vigueur. L'intensité avec laquelle les Commissions, dans la décision Aurora, critiquent le recours à un plan tactique, et les nombreuses questions que soulève cette décision, donnent à penser qu'il est fort souhaitable que l'ACVM n'abandonne pas les efforts visant l'atteinte d'une position unifiée à l'égard du rôle que les mesures de défense devraient jouer à la lumière du nouveau régime des OPA.

- **Les conventions de dépôt ne signifient pas nécessairement que les parties agissent conjointement ou de concert :** Les Commissions ont déclaré que, compte tenu du dossier de la preuve soumis, elles ne pouvaient pas conclure que les actionnaires qui avaient signé des conventions de dépôt avec Aurora relativement à 35,66 % des actions ordinaires en circulation de CanniMed agissaient conjointement ou de concert avec Aurora. Les Commissions ont souligné que le fait que ces conventions étaient des conventions irrévocables, par opposition à des conventions souples, ne suffisait pas en lui-même pour permettre de conclure que les actionnaires assujettis à une convention de dépôt agissaient conjointement ou de concert avec l'initiateur. En fait, les Commissions ont qualifié les conventions de dépôt de « pratique établie dans les opérations de fusion et d'acquisition ». Elles ont aussi souligné le fait que les conventions prévoyaient que les actionnaires assujettis à la convention avaient convenu de voter contre l'opération Newstrike, et que céder leurs actions dans le cadre de l'opération Aurora ne signifiait pas en lui-même que ces actionnaires agissaient conjointement ou de concert avec Aurora. Les Commissions ont déclaré que « la présomption qu'une entente relative à l'exercice du droit de vote mène à la détermination du statut de "personnes agissant de concert" peut être réfutée lorsque, comme en l'espèce, les droits de vote sont établis conformément et en appui aux engagements autrement autorisés en vue du dépôt des titres en réponse à une offre ». Les motifs des Commissions fournissent un aperçu utile des facteurs dont les conventions de dépôt structurantes devront tenir compte au moment d'évaluer si elles peuvent être conclues sans que les parties soient réputées agir de concert aux termes des lois sur les valeurs mobilières applicables. Ces motifs établissent clairement qu'il faut faire preuve de sensibilité à l'égard de la nature des contraintes imposées aux droits de vote et que le défaut d'adapter ces contraintes convenablement pourrait donner lieu à la conclusion que les parties « agissent de concert ».

- **L'accès à des renseignements non publics importants ne signifie pas nécessairement que les parties agissent conjointement ou de concert, mais cela soulève des questions relatives à la divulgation :** Lors de l'audience conjointe, le comité spécial de CanniMed a soutenu que le moment de certaines communications entre l'un des importants actionnaires de CanniMed assujettis à la convention de dépôt et le Conseil a permis de conclure que les actionnaires assujettis à la convention de dépôt avaient fourni à Aurora des renseignements non publics importants (RNPI) concernant la nature de l'intention de CanniMed d'acquérir Newstrike et le moment où elle prévoyait le faire. Les Commissions s'accordaient à conclure que la communication des actionnaires assujettis à la convention de dépôt « donnait fortement à penser » qu'ils savaient que le Conseil avait l'intention d'aller de l'avant dans l'opération Newstrike sous peu. Cependant, les Commissions ne croyaient pas que cela suffisait, d'après le dossier de la preuve qui leur avait été soumis, pour conclure que les actionnaires assujettis à la convention de dépôt participaient activement à la planification de l'offre d'Aurora de façon à pouvoir être considérés comme agissant de concert.<sup>[2]</sup> Cela dit, les Commissions étaient d'avis que la réception de RNPI soulevait d'importantes questions relatives à la divulgation. Plus particulièrement, les Commissions ont déclaré que les actionnaires de CanniMed avaient le droit de savoir qu'Aurora avait reçu des RNPI, car cela pouvait avoir une certaine influence sur leur prise de décision à savoir s'ils allaient ou non céder leurs actions en réponse à l'offre d'Aurora. Par exemple, et comme les Commissions l'ont noté, on peut raisonnablement s'attendre à ce que les actionnaires estiment que les faits liés à la transmission de RNPI sont d'éventuelles « considérations d'ordre éthique » lorsqu'ils prennent la décision de déposer leurs titres dans le cadre d'une offre. Les Commissions ont donc ordonné qu'Aurora modifie ses communiqués concernant son offre, ainsi que la note d'information relative à l'offre, afin de fournir des détails sur la façon dont elle avait été informée, avant de lancer son offre, du fait que le Conseil se réunirait pour étudier l'opération Newstrike. Les motifs des Commissions soulignent la nécessité que les actionnaires ayant accès à des RNPI et qui veulent mettre en jeu une entreprise tiennent compte des implications du partage de RNPI avec un éventuel initiateur. De même, des parties approchées par les actionnaires désirant partager des RNPI devront établir l'équilibre entre le désir d'avoir accès à ces renseignements et la considération prudente des conséquences de la réception de ces RNPI en matière de divulgation, ainsi que la réaction possible des actionnaires de la société ciblée à la suite de cette divulgation.
- **L'opération CanniMed-Newstrike n'est pas une mesure de défense ni une opération de remplacement :** Les Commissions ont statué que l'entente de CanniMed relativement à l'acquisition de Newstrike avait fait l'objet d'amples discussions entre les parties bien avant qu'Aurora ne dépose son offre concernant CanniMed. L'opération Newstrike ne pouvait donc pas être considérée comme une mesure de défense déployée en réaction à l'offre d'Aurora ni comme une opération élaborée ultérieurement comme remplacement à l'opération d'Aurora. Par conséquent, les Commissions ont conclu qu'il n'y avait pas lieu d'accepter l'allégation d'Aurora selon laquelle l'opération Newstrike devait être traitée comme étant analogue au type d'opération de remplacement qui autoriserait, aux termes

du Règlement 62-104, un raccourcissement de la période minimale de dépôt à laquelle Aurora était assujettie, qui passerait ainsi de 105 jours à 35 jours. Bien que succincte, l'analyse réalisée par les Commissions des motifs pour lesquels l'opération Newstrike ne constituait pas une mesure de défense s'avérera une référence utile pour comprendre les facteurs dont les commissions de valeurs mobilières canadiennes tiendront compte lorsqu'elles détermineront si une opération a été conclue en vue d'entraver les efforts d'un initiateur désireux d'acquérir une société cible. En l'espèce, le fait que le dossier révélait qu'un raisonnement stratégique avait précédé l'opération et le fait que les négociations aient été entreprises bien avant qu'Aurora ne dépose son offre constituaient des facteurs particulièrement importants à prendre en compte.

---

<sup>[1]</sup> Les commissions des valeurs mobilières appelées à trancher l'OPA hostile d'Aurora de CanniMed

<sup>[2]</sup> Les Commissions ont expressément souligné que le fait que les actionnaires assujettis à la convention de dépôt ne participent pas à l'audience (par l'entremise d'un intervenant ou comme témoins) limitait nécessairement le dossier de la preuve concernant les interactions entre Aurora et ces actionnaires.