Fusions et acquisitions de sociétés ouvertes canadiennes

Un guide pratique sur les questions entourant les fusions et acquisitions de sociétés ouvertes au Canada.

OSLER

Table des matières

Structures d'acquisition 3

Points à examiner avant de réaliser une acquisition 18

Protection des actionnaires minoritaires 25

Devoirs des administrateurs 27

Droit en matière de concurrence et examen des investissements étrangers 33

1

Structures d'acquisition

Bien qu'il existe différentes méthodes pour acquérir le contrôle d'une société ouverte canadienne, les opérations de fusions et acquisitions au Canada sont le plus souvent réalisées aux termes d'un « plan d'arrangement » ou, moins souvent, au moyen d'une « offre publique d'achat ». Ces opérations sont décrites en détail ci-dessous.

PLAN D'ARRANGEMENT

Aperçu

Un arrangement prévu par la loi, souvent appelé « plan d'arrangement », est une opération assujettie au vote et régie par les lois sur les sociétés applicables dans le territoire où la société cible est constituée. Cette opération est d'abord négociée avec le conseil d'administration de la société cible et demeure sujette à l'approbation des actionnaires de la société cible donnée à l'occasion d'une assemblée extraordinaire convoquée aux fins de l'exercice des droits de vote sur l'acquisition proposée. Notamment, un tel arrangement requiert également l'approbation du tribunal. En raison de la possibilité d'effectuer l'acquisition de tous les titres en circulation d'une société cible en une seule étape et de la très grande flexibilité offerte quant à la structure de l'opération envisagée, un arrangement est, dans la majorité des cas, le type d'opération privilégié par les conseils d'administration.

Pouvoir de surveillance et approbation des tribunaux

Contrairement à toute autre structure d'opération généralement utilisée pour procéder au changement de contrôle d'une société, un arrangement est une opération assujettie au pouvoir de surveillance des tribunaux.

La société cible fait une demande au tribunal compétent afin de déclencher la procédure nécessaire pour réaliser l'arrangement. Une comparution initiale devant le tribunal aura lieu pour obtenir une ordonnance provisoire établissant les règles procédurales de l'opération de l'arrangement, laquelle n'est presque jamais contestée. L'ordonnance provisoire spécifiera, entre autres : (i) la méthode par laquelle une assemblée extraordinaire des actionnaires sera convoquée (notamment, la préparation des documents relatifs à la sollicitation de procurations et les documents d'information devant être remis aux porteurs de titres, l'établissement de la date d'inscription au registre servant à identifier les porteurs de titres habilités à voter à l'égard de l'opération, l'établissement des

En raison de la possibilité d'effectuer l'acquisition de tous les titres en circulation d'une société cible en une seule étape et de la très grande flexibilité offerte quant à la structure de l'opération envisagée, un arrangement est, dans la majorité des cas, le type d'opération privilégiée par les conseils d'administration.

périodes de préavis applicables, ainsi que le moment et le lieu de l'assemblée); (ii) les personnes habilitées à voter à l'assemblée; (iii) la catégorie de personnes autorisées à voter à l'égard d'une catégorie de titres distincte, le cas échéant; et (iv) les seuils d'approbation requis pour approuver l'arrangement.

Si l'assemblée des actionnaires de la société cible a eu lieu et que la résolution relative à l'arrangement est approuvée selon les majorités prescrites des porteurs de titres, la société cible demande au tribunal une ordonnance définitive approuvant l'arrangement. L'ordonnance définitive sera accordée si le tribunal est satisfait du caractère « juste et raisonnable » de l'arrangement. Bien que les parties intéressées mécontentes puissent assister à l'audience de la demande d'ordonnance définitive et contester l'arrangement, la grande majorité des arrangements est approuvée sans opposition.

Approbation des actionnaires

Même si le seuil d'approbation des actionnaires à l'égard d'un arrangement est généralement établi à la discrétion du tribunal lors de l'audience de l'ordonnance provisoire portant sur les règles procédurales, l'acheteur proposera généralement au tribunal d'imposer un seuil identique à celui qui serait requis en vertu de la loi sur les sociétés à laquelle la société cible est assujettie si les étapes de l'arrangement ne se déroulaient pas dans le cadre de la procédure d'arrangement. Dans la plupart des territoires canadiens, ce seuil est de 66 ⅔ % des votes exprimés à l'assemblée des actionnaires de la société cible. L'approbation de la majorité des droits de vote rattachés aux actions des actionnaires minoritaires exercés à l'assemblée peut également être requise dans les circonstances où les règles relatives aux fusions d'entreprises des lois sur les valeurs mobilières s'appliquent (voir « Protection des actionnaires minoritaires » ci-après). Selon le territoire de constitution, les titulaires d'options peuvent avoir le droit de voter dans la même catégorie que les porteurs d'actions ordinaires. D'autres titres convertibles, comme les bons de souscription et les débentures convertibles, ne confèrent généralement pas le droit de voter à l'égard d'un arrangement, à moins que les droits qui y sont rattachés aux termes d'actes bilatéraux ou d'autres contrats ne soient altérés dans le cadre de l'arrangement d'une manière qui n'est pas juste et raisonnable.

OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT

Aperçu

Une offre publique d'achat est une opération par laquelle l'acheteur présente une offre directement aux actionnaires de la société cible afin d'acquérir leurs actions. Bien que le conseil d'administration de la société cible ait le devoir d'étudier l'offre et de faire une recommandation à ses actionnaires quant au caractère adéquat de l'offre, il reste que ce sont les actionnaires qui, ultimement, décident d'accepter (ou de rejeter) l'offre publique d'achat. Puisque l'appui du conseil d'administration n'est pas requis par loi, l'offre publique d'achat est le seul moyen pratique de réaliser une acquisition non sollicitée ou hostile. L'offre publique d'achat est aussi utilisée, quoique rarement, pour réaliser une opération d'acquisition amicale. Une offre publique d'achat correspond essentiellement au « *tender offer* » visé par les lois sur les valeurs mobilières des États-Unis.

Législation et principes directeurs

Les offres publiques d'achat sont régies en vertu d'un régime uniforme qui est adopté par chaque province et chaque territoire.

Une offre publique d'achat doit être présentée à tous les porteurs inscrits de la catégorie de titres comportant droit de vote ou de titres de capitaux propres visés par l'achat (ainsi qu'à tous les porteurs inscrits de titres convertibles en titres comportant droit de vote ou en titres de capitaux propres, ou de droits qui peuvent être exercés à l'égard de tels titres), mais n'a pas à être présentée à tous les porteurs de titres de cette catégorie, de sorte qu'il est permis de faire des « offres partielles ». Le même prix par titre doit être offert à chaque porteur de la catégorie de titres faisant l'objet de l'offre.

Il existe également des normes minimales liées à la procédure de l'offre, incluant la communication de renseignements, les délais applicables aux offres publiques d'achat et à la remise des documents afférents, et des règles établies pour assurer un traitement égal à tous les porteurs de titres.

Une offre publique d'achat faite en bonne et due forme est présentée au moyen d'un document d'information communément appelé « note d'information relative à une offre publique d'achat ». Ce document doit contenir les renseignements prescrits à propos de l'offre, de l'initiateur et de la société cible. Lorsque la contrepartie offerte comporte (en tout ou en partie) des titres de l'initiateur, la note d'information doit aussi inclure des renseignements au sujet de l'initiateur, dont la qualité doit être égale à ceux requis à l'égard d'un prospectus. De façon générale, il n'est pas nécessaire d'obtenir une approbation préalable du contenu d'une note d'information relative à une offre publique d'achat auprès des autorités en valeurs mobilières canadiennes et la note d'information n'est généralement pas assujettie à leur examen une fois déposée, sauf en cas de plainte.

Le 9 mai 2016, des modifications fondamentales apportées au régime canadien des offres publiques d'achat sont entrées en vigueur. Ces modifications accordent plus de temps aux émetteurs cibles pour réagir à une offre hostile, créant ainsi un régime d'« offre permise » de 105 jours. Le régime a des incidences importantes tant sur les régimes de droits tactiques que stratégiques, et peut également influer sur la façon dont les opérations seront structurées à l'avenir.

En vertu du nouveau régime des offres publiques d'achat, toutes les offres publiques d'achat ne faisant pas l'objet d'une dispense (y compris les offres partielles) sont assujetties aux nouvelles exigences suivantes :

- **Obligation de dépôt minimal de plus de 50 % des titres :** Les offres publiques d'achat sont assujetties au dépôt minimal obligatoire, sans possibilité d'y renoncer, de plus de 50 % des titres en circulation de la catégorie visée par l'offre, à l'exclusion de ceux dont l'initiateur et les personnes agissant de concert avec lui ont la propriété véritable ou sur lesquels ils exercent une emprise (l'obligation de dépôt minimal).
- **Prolongation obligatoire de 10 jours :** Après que l'obligation de dépôt minimal aura été respectée et que toutes les autres conditions de l'offre auront été remplies ou abandonnées, l'offre devra être prolongée d'une période d'au moins 10 jours (la prolongation obligatoire de 10 jours).

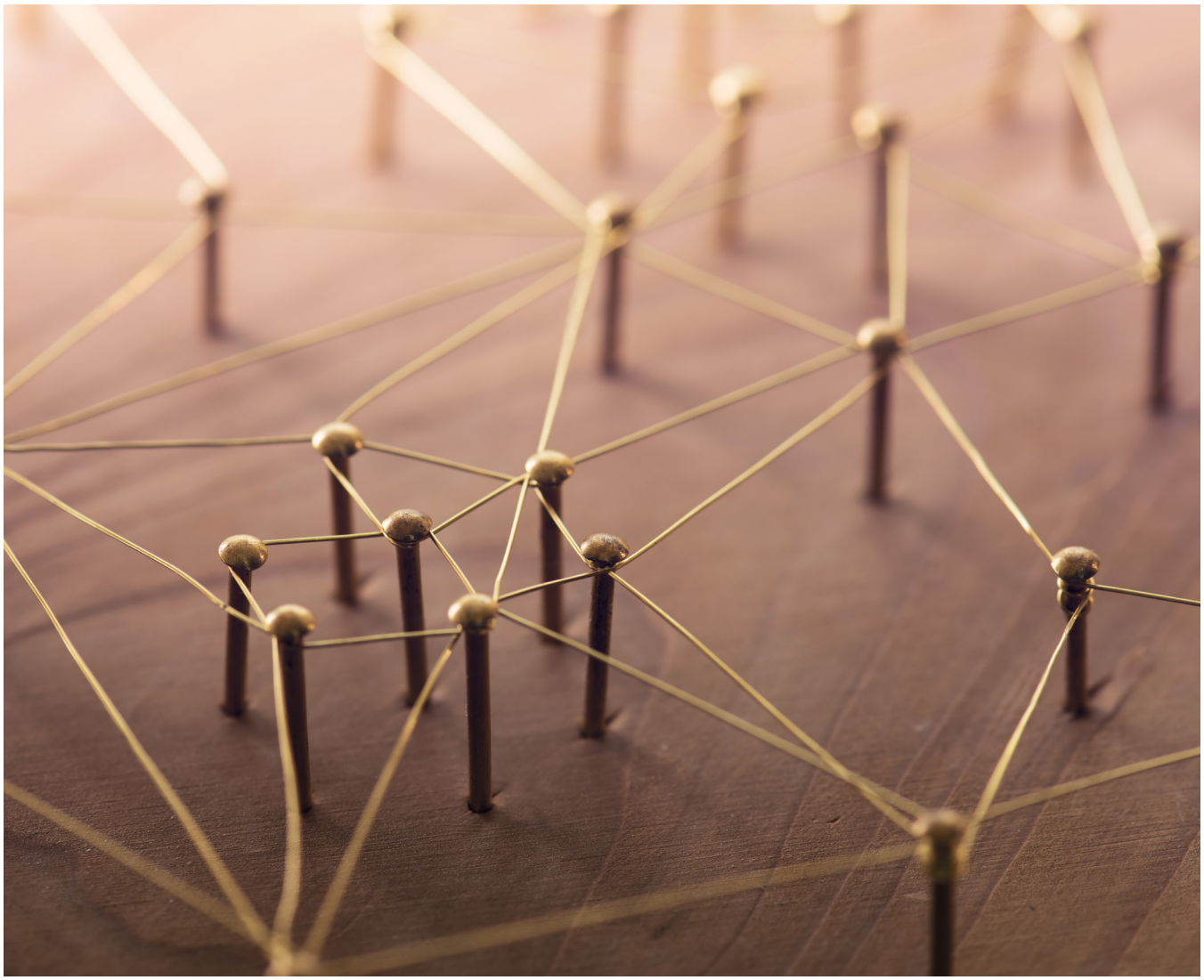
Le 9 mai 2016, des modifications fondamentales apportées au régime canadien des offres publiques d'achat sont entrées en vigueur. Ces modifications accordent plus de temps aux émetteurs cibles pour réagir à une offre hostile, créant ainsi un régime d'« offre permise » de 105 jours. Le régime a des incidences importantes tant sur les régimes de droits tactiques que stratégiques, et peut également influer sur la façon dont les opérations seront structurées à l'avenir.

- **Période d'ouverture de 105 jours :** Les offres devront demeurer ouvertes pendant au moins 105 jours, sous réserve de deux exceptions décrites ci-après – voir « Délais et exigences relatives à la remise de documents » (le délai obligatoire de 105 jours).

RÈGLES RELATIVES AUX OFFRES PUBLIQUES D'ACHAT

Quand une offre publique d'achat existe-t-elle?

Pour déterminer si une offre publique d'achat est déclenchée, on se fonde sur des facteurs objectifs et, en particulier, sur le pourcentage que représente le nombre de titres comportant droit de vote ou de titres de capitaux propres dont l'initiateur (et les acteurs agissant conjointement avec lui) a la propriété véritable ou sur lesquels il exerce un contrôle et le nombre de titres visés par l'offre publique d'achat (par opposition aux facteurs plus subjectifs utilisés aux États-Unis, comme le mode et le moment de l'acquisition). Le seuil d'une offre



publique d'achat est établi à 20 % de n'importe quelle catégorie de titres comportant droit de vote ou de titres de capitaux propres. Pour déterminer si le niveau de participation maximal de l'initiateur est dépassé, le nombre de titres dont l'initiateur a la propriété véritable comprend les titres qu'il a le droit ou l'obligation d'acquérir dans les 60 jours (par exemple aux termes d'options, de bons de souscription ou de titres convertibles) et les titres détenus par des entités affiliées ou des acteurs agissant conjointement. Pour être assujettie aux règles canadiennes en matière d'offre publique d'achat, une offre doit être faite à une personne qui se trouve au Canada ou dont l'adresse inscrite au registre de la société cible est au Canada.

Traitement égal des actionnaires

Un objectif fondamental du régime d'offre publique d'achat est le traitement égal de tous les porteurs de titres d'une société cible. À cette fin, les règles de l'offre publique d'achat : (i) exigent que la contrepartie offerte dans le cadre d'une offre publique d'achat soit identique pour tous les porteurs de titres de la même catégorie; (ii) interdisent les conventions accessoires ou les « avantages accessoires » ayant pour effet de fournir à un porteur de titres une contrepartie plus élevée que celle qui est offerte aux autres porteurs de titres de la même catégorie; et (iii) s'appliquent aux achats de titres faits durant la période de 90 jours précédant le lancement d'une offre publique d'achat en exigeant de l'initiateur qu'il offre d'acheter le même pourcentage de titres selon une contrepartie au moins égale et de forme identique (ou l'équivalent en espèces) à la contrepartie versée par titre acquis aux termes de toute opération antérieure, à moins que ces achats n'aient été effectués dans le cours normal des activités sur un marché organisé.

Délais et exigences relatives à la remise de documents

Les offres publiques d'achat peuvent être lancées par la publication d'une annonce dans au moins un journal quotidien important dans chaque province (et d'une annonce en français dans la province de Québec dans le cas où la société cible a des actionnaires au Québec) pourvu que l'initiateur ait déposé la note d'information auprès des autorités en valeurs mobilières, l'ait remis à la société cible et ait demandé à cette dernière une liste des actionnaires, le tout au plus tard à la date de la publication de l'annonce. La note d'information doit être remise aux actionnaires inscrits de la société cible dans les deux jours ouvrables suivant la réception, par l'initiateur, de la liste des actionnaires.

La société cible est, à son tour, requise de déposer auprès des autorités en valeurs mobilières et de remettre aux actionnaires inscrits de la société cible une circulaire du conseil d'administration au plus tard dans les 15 jours suivant la date de l'offre publique d'achat. La circulaire du conseil d'administration doit : (i) contenir une recommandation que les actionnaires acceptent ou rejettent l'offre publique d'achat; (ii) adopter une position neutre selon laquelle le conseil d'administration n'est pas en mesure de formuler une recommandation ou qu'il s'abstient de le faire, et les raisons pour lesquelles les administrateurs demeurent neutres; ou (iii) aviser les actionnaires que les administrateurs ne savent pas encore s'ils formuleront une recommandation et, le cas échéant, les administrateurs devront communiquer leur recommandation ou leur décision selon laquelle ils adoptent une position neutre au moins sept jours avant l'expiration de l'offre.

Le seuil d'une offre publique d'achat est établi à 20 % de n'importe quelle catégorie de titres comportant droit de vote ou de titres de capitaux propres. Pour déterminer si le niveau de participation maximal de l'initiateur est dépassé, le nombre de titres dont l'initiateur a la propriété véritable comprend les titres qu'il a le droit ou l'obligation d'acquérir dans les 60 jours (par exemple aux termes d'options, de bons de souscription ou de titres convertibles) et les titres détenus par des entités affiliées ou des acteurs agissant conjointement.

Aux termes du délai obligatoire de 105 jours, les offres devront demeurer ouvertes pendant au moins 105 jours, sous réserve de deux exceptions. Premièrement, le conseil d'administration de l'émetteur cible publiera un « communiqué relatif à la période de dépôt » à l'égard d'une offre publique d'achat proposée ou lancée, prévoyant une période de dépôt initiale inférieure à 105 jours et d'au moins 35 jours. Ainsi, le cas échéant, toute autre offre en cours ou subséquente pourra également bénéficier du délai de dépôt abrégé, calculé à partir de la date à laquelle cette autre offre est présentée. Deuxièmement, lorsqu'un émetteur annonce par communiqué qu'il a conclu une « opération de remplacement » (une opération de changement de contrôle amicale qui n'est pas une offre publique d'achat, telle qu'un arrangement), toute autre offre en cours ou subséquente pourra alors bénéficier d'un délai de dépôt d'au moins 35 jours calculé à partir de la date à laquelle cette autre offre est présentée.

Lorsque toutes les conditions générales de l'offre publique d'achat ont été satisfaites ou abandonnées, à l'expiration de la période de dépôt initiale (qui comprend une prolongation de la période de dépôt antérieure à la prolongation obligatoire de 10 jours), l'initiateur doit immédiatement prendre livraison de tous les titres déposés en réponse à l'offre et les payer dès que possible, mais dans tous les cas, au plus tard dans les trois jours ouvrables suivant la prise de livraison des titres.

Les actions déposées en réponse à une offre peuvent être retirées en tout temps avant que l'initiateur en prenne livraison. De plus, les actions déposées qui n'ont pas été prises en livraison peuvent être retirées en tout temps dans les 10 jours suivant la date de tout avis de changement ou de modification de l'offre, à moins que le changement ou la modification ne soit que l'abandon d'une condition d'une offre faite entièrement au comptant, ou qu'une augmentation de la contrepartie et que l'offre ne soit pas prolongée pendant plus de 10 jours.

Conditions de l'offre

Une offre publique d'achat peut être assujettie au respect ou à l'abandon de conditions, incluant des conditions liées aux approbations réglementaires, aux changements défavorables importants, aux interruptions du marché et autres éventualités. Cependant, une offre publique d'achat ne peut pas être conditionnelle au financement. Lorsque la contrepartie offerte aux termes d'une offre publique d'achat est en espèces ou est constituée d'une composante en espèces, l'initiateur doit faire les arrangements adéquats avant le lancement de l'offre pour s'assurer que les fonds requis sont disponibles pour effectuer le paiement complet des titres de la société cible. Par conséquent, il est habituel que l'initiateur obtienne un engagement irrévocable d'une source financière avant le lancement de l'offre publique d'achat, dans la mesure où il n'a pas suffisamment de liquidités déjà disponibles. Les arrangements financiers devant être mis en place peuvent eux-mêmes être assujettis à des conditions si l'initiateur croit raisonnablement qu'il soit peu probable, dans l'éventualité où les conditions de la note d'information étaient satisfaites ou abandonnées, qu'il soit incapable d'effectuer le paiement au motif du non-respect d'une condition de financement. Par conséquent, la plupart des initiateurs s'assurent que les conditions de l'offre publique d'achat reprennent, du moins en substance, les conditions de financement. La conciliation

des conditions de l'offre et des conditions de financement vise à ce que l'initiateur ne se retrouve pas dans une situation où il serait obligé de réaliser l'offre publique d'achat (en raison de la satisfaction de l'ensemble des conditions), mais dans l'incapacité de recourir à ses ententes de financement (en raison de l'insatisfaction de certaines conditions).

Obligation de dépôt minimal

Aux termes du nouveau régime d'offre publique d'achat, un initiateur est tenu de respecter l'obligation de dépôt minimal. L'initiateur peut toutefois fixer un seuil de dépôt plus élevé, notamment s'il a l'intention d'acquérir toutes les actions en circulation de la société cible. Dans ce cas, la condition minimale de l'offre sera que l'initiateur détienne une participation de 66 ⅔ % (ou 75 %, pour certaines sociétés de la Colombie-Britannique) de façon à ce qu'il puisse acquérir suffisamment d'actions pour lui permettre, dans un deuxième temps, de réaliser une opération de fermeture.

Si un acquéreur obtient plus de 90 % des titres assujettis à l'offre (autres que ceux que possédaient déjà à la date de l'offre publique d'achat l'acquéreur, les sociétés membres de son groupe et les personnes avec qui il a un lien), les législations fédérale et provinciales canadiennes offrent une procédure permettant l'acquisition forcée des actions restantes. Aucun vote des actionnaires n'est requis, bien que les actionnaires aient le droit de faire valoir leur dissidence et d'être payés à la juste valeur de leurs actions.

Lorsque moins de 90 %, mais plus de 66 ⅔ % (ou 75 % pour certaines sociétés de la Colombie-Britannique) des actions en circulation sont acquises, l'initiateur peut compléter l'acquisition de 100 % de la société cible au moyen d'une opération de fermeture. Cela nécessitera la tenue d'une assemblée extraordinaire des actionnaires de la société cible pour tenir un vote à l'égard de l'opération. À cette occasion, l'initiateur pourra exercer les droits de vote rattachés aux actions acquises dans le cadre de l'offre. Puisque le seuil du vote en vertu des lois sur les sociétés applicables pour qu'une opération de fermeture (telle qu'un arrangement ou un regroupement) puisse être approuvée est de 66 ⅔ % (ou 75 % pour certaines sociétés de la Colombie-Britannique) des voix exprimées à l'assemblée des actionnaires, l'initiateur est assuré que l'opération sera approuvée.

Prolongation obligatoire de 10 jours

La prolongation obligatoire de 10 jours vise à éliminer la possibilité que les actionnaires soient obligés de déposer leurs actions en réponse à une offre publique d'achat, en leur donnant l'occasion de déposer leurs actions après la réalisation que l'offre publique d'achat aura été réalisée avec succès.

Offres publiques d'achat partielles

Les offres publiques d'achat partielles sont permises. Cependant, les offres visant « toutes et chacune des actions » déposées ou « jusqu'à concurrence de 100 % » des actions en circulation ne sont pas permises en raison de l'obligation de dépôt minimal. Bien que les offres partielles visant moins de la totalité des actions d'une société cible soient permises du point de vue légal, l'obligation de

dépôt minimal rend leur réalisation particulièrement difficile. En effet, l'obligation de dépôt minimal s'applique même quand l'offre vise moins de la totalité des actions. Par conséquent, les actionnaires qui voudraient vendre leurs actions dans le cadre de l'offre partielle pourraient ne pas avoir le droit de le faire, parce que d'autres actionnaires détenant plus de 50 % des actions de la catégorie visée ont choisi de ne pas déposer leurs actions en réponse à l'offre.

Intégration des achats de titres sur le marché

Une offre publique d'achat doit être faite selon une contrepartie au moins égale et de forme identique (ou l'équivalent en espèces) et pour au moins un pourcentage égal à celui de tout achat effectué par l'initiateur auprès de tout actionnaire de la société cible au cours des 90 jours précédant l'offre, à moins que ces achats n'aient été effectués dans le cours normal des activités sur un marché organisé.

Une fois l'offre publique d'achat annoncée, il est généralement interdit à l'initiateur d'effectuer un achat autrement qu'aux termes de l'offre publique d'achat, et ce jusqu'à l'expiration de celle-ci. Cependant, l'initiateur a le droit d'acheter jusqu'à 5 % des titres de la catégorie visée par l'offre (incluant les titres convertibles en titres de cette catégorie) si, entre autres : (i) l'intention d'effectuer de tels achats est divulguée dans la note d'information relative à l'offre ou dans un communiqué publié au moins un jour ouvrable avant d'effectuer de tels achats; (ii) les achats sont effectués dans le cours normal des activités sur un marché organisé; et (iii) l'initiateur dépose chaque jour un communiqué divulguant (entre autres) le nombre de titres achetés et le prix payé.

De plus, il est aussi interdit à l'initiateur d'effectuer d'autres achats pendant les 20 jours ouvrables suivant l'expiration d'une offre publique d'achat, à moins que ces achats n'aient été effectués dans le cours normal des activités sur un marché organisé.

Protection des porteurs de titres à droit de vote subalterne en cas d'offre publique d'achat

De nombreuses sociétés canadiennes ont utilisé des titres sans droit de vote, à vote restreint ou à vote multiple dans leurs structures de financement ou de capital. Selon les règles de la Bourse de Toronto, les sociétés cotées ayant une telle structure d'actions doivent généralement offrir une « protection » en cas d'offre publique d'achat (appelée « clause de protection ») aux porteurs d'actions à droit de vote subalterne, à droit de vote restreint ou sans droit de vote. Les clauses de protection sont incluses dans les dispositions sur le capital-actions relatives aux actions à droit de vote subalterne, à droit de vote restreint ou sans droit de vote ou dans une convention de fiducie intervenue entre la société cible, les porteurs d'actions à droit de vote supérieur et un fiduciaire en faveur des porteurs des actions à droit de vote subalterne, à droit de vote restreint ou sans droit de vote. Les clauses de protection permettent généralement à ces derniers de participer au même titre qu'un porteur d'actions comportant des droits de vote supérieurs à une offre publique d'achat faite en bonne et due forme visant les actions comportant des droits de vote supérieurs même si l'offre ne s'adressait pas en même temps aux porteurs d'actions subalternes.

Offres publiques d'achat dispensées

Il existe un certain nombre de dispenses des exigences formelles applicables aux offres publiques d'achat, lesquelles sont exposées ci-après.

- **Contrats de gré à gré :** Les achats effectués aux termes de contrats de gré à gré qui font en sorte que l'acquéreur dépasse le seuil établi pour les offres publiques d'achat sont permis dans certains cas limités. Ce contrat doit avoir été conclu avec au plus cinq vendeurs et ces vendeurs ne peuvent recevoir une contrepartie représentant plus de 115 % du « cours » des titres (généralement le cours de clôture moyen des titres pour les 20 jours de bourse précédents). Des conventions accessoires ne peuvent être conclues avec des porteurs de titres qui souhaitent se départir de leurs titres dans le but d'obtenir indirectement une contrepartie plus élevée.
- **Achats dans le cours normal des activités :** Il existe une dispense des exigences formelles applicables aux offres publiques d'achat qui permet à un porteur de plus de 20 % des titres d'une catégorie ou des actions comportant droit de vote (ou à une personne agissant conjointement ou de concert avec lui) d'acheter des actions additionnelles de la même catégorie représentant jusqu'à 5 % des actions de cette catégorie alors en circulation au cours d'une période de 12 mois (lorsqu'elles sont combinées à tous les autres achats effectués durant cette période, autres que les achats effectués en réponse à une offre en bonne et due forme). Il doit toutefois y avoir un marché organisé pour ces actions et l'initiateur ne peut payer un prix plus élevé que le « cours des titres » (le dernier cours payé pour un lot de titres de taille normale par une personne qui n'agissait pas conjointement ni de concert avec l'initiateur), majoré des courtages raisonnables ou des commissions réellement versées.
- **Offre publique d'achat à l'étranger :** Une offre publique d'achat est dispensée des exigences formelles si moins de 10 % des actions de la catégorie visée alors en circulation sont détenues par des résidents canadiens et que le marché organisé sur lequel le volume d'opérations sur les titres de la catégorie visée a été le plus important dans les 12 mois précédant le lancement de l'offre ne se trouve pas au Canada. Les actionnaires au Canada doivent avoir le droit de participer à l'offre à des conditions au moins aussi favorables que celles s'appliquant à l'ensemble des actionnaires et les documents relatifs à l'offre qui sont transmis aux actionnaires doivent être déposés auprès des autorités en valeurs mobilières provinciales canadiennes et transmis simultanément aux actionnaires qui résident au Canada. S'il n'existe pas de version anglaise des documents de l'offre, un résumé des conditions de l'offre en anglais (et, si certains actionnaires sont des résidents du Québec, en français) est déposé et transmis aux actionnaires canadiens qui se trouvent en territoire canadien. Si aucun document relatif à l'offre n'est transmis aux actionnaires, mais que l'initiateur publie une annonce ou un avis relativement à l'offre dans le territoire dans lequel la société cible est constituée ou organisée, une annonce en anglais (et, si certains actionnaires sont des résidents du Québec, en français) doit être publiée dans au moins un grand quotidien dans chaque province du Canada où il y a des actionnaires.

- **Actionnariat minimal au Canada :** Les règles relatives aux offres publiques d'achat contiennent une dispense des exigences formelles applicables aux offres publiques d'achat dans une province canadienne lorsque le nombre de porteurs véritables y résidant est négligeable. Pour que cette exemption puisse s'appliquer, le nombre de propriétaires véritables dans le territoire doit être inférieur à 50 et les titres détenus par ces propriétaires véritables doivent représenter moins de 2 % des titres en circulation de la catégorie visée. Les actionnaires au Canada doivent avoir le droit de participer à l'offre à des conditions au moins aussi favorables que celles s'appliquant à l'ensemble des actionnaires et les documents relatifs à l'offre qui sont transmis aux actionnaires doivent être déposés auprès des autorités en valeurs mobilières provinciales au Canada et transmis simultanément aux actionnaires qui résident au Canada.

Régimes de droits des actionnaires

Les régimes de droits des actionnaires ou les « pilules empoisonnées » constituent des mécanismes de défense souvent utilisés par les conseils d'administration des sociétés cibles pour empêcher quiconque d'acquérir 20 % ou plus de ses actions sans l'appui du conseil. Aux termes d'un régime de droits des actionnaires, si un initiateur acquiert la propriété véritable de 20 % des actions de la société cible, le régime de droits pourrait être déclenché et l'initiateur pourrait être assujetti à une dilution puisque tous les actionnaires, à l'exception de l'initiateur, pourraient être autorisés à exercer leurs droits d'acquérir des actions supplémentaires à un prix inférieur au cours du marché.

Avant l'adoption des nouvelles règles relatives aux offres publiques d'achat, les régimes de droits faisaient généralement l'objet d'une interdiction d'opérations par les autorités en valeurs mobilières dans les 50 à 70 jours suivant le début d'une offre (bien qu'on ait vu des variations considérables dans certaines décisions récentes concernant des pilules empoisonnées). Quoique les nouvelles règles relatives aux offres publiques d'achat n'expliquent pas spécifiquement comment les régimes de droits seront traités, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières ont précisé que l'Instruction générale 62-202 *sur les mesures de défense contre une offre publique d'achat* (l'instruction aux termes de laquelle les organismes de réglementation des valeurs mobilières examinent les mesures de défense, notamment les régimes de droits) continuait de s'appliquer.

Nous croyons que les régimes de droits ne pourront pas demeurer en vigueur dans le but d'empêcher des acquisitions d'actions faites conformément aux exigences formelles applicables aux offres publiques d'achat, sauf circonstances inhabituelles, et que, par conséquent, les organismes de réglementation des valeurs mobilières seront moins souvent appelés à tenir des audiences pour décider à quel moment le régime doit être écarté. Il en résultera plus de certitude quant aux délais applicables aux offres, comparativement au régime actuel. Dans certaines circonstances exceptionnelles, les organismes de réglementation pourraient permettre à un régime de droits de retarder une offre au-delà de la période de 105 jours, notamment lorsqu'une nette majorité des actionnaires ont approuvé le régime de droits à l'encontre de l'offre, ou lorsque surviennent de nouveaux faits dans une situation de surenchère qui justifient d'accorder plus de temps à l'émetteur cible.

Nous croyons que les régimes de droits ne pourront pas demeurer en vigueur dans le but d'empêcher des acquisitions d'actions faites conformément aux exigences formelles applicables aux offres publiques d'achat, sauf circonstances inhabituelles, et que, par conséquent, les organismes de réglementation des valeurs mobilières seront moins souvent appelés à tenir des audiences pour décider à quel moment le régime doit être écarté.

Puisqu'une société cible aura 105 jours pour réagir à une offre hostile (soit une période qui dépasse amplement le délai que les organismes de réglementation des valeurs mobilières ont habituellement accordé aux émetteurs canadiens avant l'interdiction d'opérations à l'égard d'un régime de droits), les sociétés cibles pourraient, dans bien des cas, conclure qu'ils disposent de suffisamment de temps pour réagir à l'offre hostile sans devoir adopter un régime de droits.

Les régimes de droits auront néanmoins toujours un rôle à jouer pour protéger les émetteurs cibles des « prises de contrôle rampantes », comme les offres qui sont faites dans le cadre de dispenses pour achats dans le cours normal des activités ou pour contrats de gré à gré, et prévenir les conventions de dépôt irrévocable. Les émetteurs peuvent également tenter d'adopter un régime de droits stratégique vers la fin de la période de 105 jours s'ils estiment ne pas disposer de suffisamment de temps pour réagir à une offre hostile (bien que, comme il a été mentionné précédemment, les organismes de réglementation des valeurs mobilières interdiront probablement rapidement les opérations à l'égard d'un régime de droits, sauf circonstances inhabituelles). Les émetteurs peuvent également tenter d'adopter des « plans de vote » tactiques dans le cadre de courses aux procurations (par exemple, un régime de droits dont le seuil est inférieur à 20 %), mais il reste à voir comment les organismes de réglementation réagiront à de tels régimes de droits.

Incidences aux États-Unis

Si l'offre publique d'achat vise entre autres des actionnaires d'une société cible canadienne qui résident aux États-Unis, les règles en vigueur aux États-Unis en matière d'offres publiques d'achat s'appliqueront, à moins que l'on puisse se prévaloir d'une dispense. Si la catégorie d'actions visée est inscrite en vertu de la *Securities Exchange Act of 1934* des États-Unis (notamment, parce que les actions sont inscrites à la cote de la New York Stock Exchange ou du NASDAQ Stock Market), les exigences de fond de la Securities and Exchange Commission (SEC) en matière de divulgation de l'information, de procédure et de dépôt prescrites dans la *Regulation 14D* et la *Regulation 14E* peuvent requérir une conformité aux régimes d'offres publiques d'achat canadien et américain. Si la catégorie d'actions visée n'est pas inscrite auprès de la SEC, les protections procédurales antifraude de base prescrites par la *Regulation 14E* peuvent quand même s'appliquer, quoique ces exigences soient largement similaires aux exigences canadiennes en matière d'offre publique d'achat.

Si la propriété d'actions de la société cible canadienne par des résidents des États-Unis est de 10 % ou moins, une dispense de l'application de presque toutes les règles américaines en matière d'offres publiques d'achat est habituellement disponible en vertu de la *Tier 1 exemption* établie par la SEC. Si la propriété d'actions de la société cible canadienne par des résidents des États-Unis est inférieure à 40 % et que l'offre est conforme aux règles canadiennes, une dispense de l'application de presque toutes les règles américaines en matière d'offres publiques d'achat, y compris des exigences de fond en matière de divulgation de l'information, de procédure et de dépôt prescrites dans la *Regulation 14D*, est habituellement disponible aux termes du Régime d'information multinational Canada-États-Unis (RIM). Bien que la dispense

aux termes du RIM exige que les documents de l'offre requis au Canada soient déposés auprès de la SEC, cette dernière n'examinera habituellement pas ces documents ni ne formulera de commentaires à leur égard. Si la propriété d'actions de la société cible canadienne par des résidents des États-Unis est inférieure à 40 %, mais que d'autres critères d'admissibilité à la dispense aux termes du RIM ne sont pas satisfaits, une dispense de l'application des règles américaines en matière d'offres publiques d'achat est également habituellement disponible en vertu de la *Tier 2 exemption* établie par la SEC.

Si la contrepartie offerte dans le cadre d'une offre publique d'achat visant une société cible canadienne dont des actionnaires résident aux États-Unis est sous forme d'actions, les exigences d'enregistrement prescrites dans la *Securities Act of 1933* des États-Unis s'appliqueront également, à moins qu'une dispense ne soit disponible. Si l'initiateur et la société cible sont canadiens, le RIM peut être utilisé pour enregistrer rapidement la contrepartie en actions lorsque, entre autres exigences, l'initiateur est inscrit à la cote d'une bourse des valeurs mobilières canadienne depuis au moins un an et qu'il dispose d'un flottant d'au moins 75 millions de dollars américains, et que la propriété d'actions de la société cible par des résidents des États-Unis est inférieure à 40 %. Pour se prévaloir de la dispense d'enregistrement aux termes du RIM, l'initiateur devrait déposer une déclaration d'enregistrement (*registration statement*) auprès de la SEC, laquelle consiste principalement en le dépôt des documents relatifs à l'offre exigés au Canada. En règle générale, le SEC n'examine par les déclarations d'enregistrement ni ne formule de commentaires à leur égard. Si la propriété d'actions de la société cible canadienne par des résidents des États-Unis est de 10 % ou moins, l'initiateur peut se prévaloir de la dispense d'enregistrement distincte non liée au RIM qui est prévue à la *Rule 802* de la SEC. L'utilisation de la dispense aux termes de la *Rule 802* exigerait que l'initiateur remette à la SEC tous les documents relatifs à l'offre exigés au Canada, même si la SEC n'examinera pas ces documents ni ne formulera de commentaires à leur égard.

L'acquisition d'une société canadienne ayant des actionnaires aux États-Unis, au moyen d'un plan d'arrangement approuvé par le tribunal, constitue généralement la meilleure façon de faire, du point de vue de la législation en valeurs mobilières applicable aux États-Unis. La sollicitation de procurations dans le but d'approuver un plan d'arrangement ne déclenche pas l'application des règles américaines en matière d'offres publiques d'achat et les règles de sollicitation de procurations en vigueur aux États-Unis ne s'appliquent généralement pas aux sociétés canadiennes. En outre, on a recours à la dispense prévue à l'alinéa 3*a*)(10) de la *Securities Act of 1933* des États-Unis pour offrir une contrepartie en actions à des porteurs américains d'une société cible canadienne aux termes d'un plan d'arrangement approuvé par le tribunal, sans qu'il soit nécessaire de déposer une déclaration d'enregistrement auprès de la SEC.

Avantages et inconvénients des plans d'arrangement et des offres publiques d'achat

L'arrangement est souvent la structure privilégiée pour les opérations amicales, et ce, en partie à cause de la possibilité d'effectuer l'acquisition de tous les titres en circulation de la société cible en une seule étape et également en raison de la très grande flexibilité qu'il offre quant à la structure de l'opération envisagée. En particulier, les arrangements ne sont pas restreints par les règles de l'offre publique d'achat (par exemple, il n'existe aucune mesure interdisant des conditions de financement, des avantages accessoires ou le paiement de contreparties distinctes aux actionnaires) et, surtout, les arrangements sont susceptibles de favoriser l'atteinte d'objectifs de planification fiscale en permettant à un acheteur (et à une société cible) d'établir la série d'étapes précises à franchir au moment de l'entrée en vigueur d'un arrangement et après celle-ci.

Outre la flexibilité que procure un arrangement visant à réaliser des opérations complexes, les administrateurs de la société cible peuvent être rassurés à l'idée que le plan d'arrangement a été approuvé par un tribunal et reconnu comme étant juste et raisonnable, ce qui place possiblement l'opération et les administrateurs de la société cible à l'abri de toute responsabilité ou de reproches éventuels après la clôture de l'acquisition.

Le tableau suivant met en évidence certains des principaux avantages et inconvénients d'une offre publique d'achat et d'un arrangement.

PRINCIPAUX AVANTAGES ET INCONVÉNIENTS D'UN ARRANGEMENT

Avantages d'un arrangement	Inconvénients d'un arrangement
• L'acquisition de tous les titres en circulation de la société cible en une seule étape • L'étape unique élimine le risque du financement provisoire • Une très grande flexibilité quant à la structure, au traitement de titres convertibles (par exemple, options, bons de souscription) et à l'atteinte des objectifs de planification fiscale • Les conditions de financement, l'écart dans le traitement des actionnaires, les avantages accessoires et autres restrictions imposées par les règles applicables aux offres publiques d'achat sont permis dans le cadre d'un arrangement • Un seuil d'approbation moins élevé (généralement, deux tiers des voix exprimées à l'assemblée et, en l'absence de questions relatives aux personnes liées et de l'obligation de tenir un vote pour obtenir l'approbation des actionnaires minoritaires, les droits de vote rattachés aux actions détenues par la partie qui se propose de réaliser l'acquisition ou par la partie fusionnant peuvent être exercés) • Si les délais d'approbation réglementaire sont longs, la possibilité de « retrait par devoir fiduciaire » se termine à la date de l'assemblée des actionnaires, tandis que dans le cas d'une offre publique d'achat, elle se termine à la date à laquelle toutes les conditions de l'offre sont satisfaites ou abandonnées • Aucun examen par la SEC de la circulaire de sollicitation de procurations dans certaines circonstances où la note d'information relative à une offre publique d'achat visant l'acquisition des mêmes titres serait assujettie à l'examen de la SEC • La disponibilité éventuelle de la dispense d'enregistrement en vertu des lois sur les valeurs mobilières américaines dans le cas d'une entente d'échange d'actions • Les approbations données par les actionnaires et le tribunal permettent de mettre les administrateurs à l'abri de toute responsabilité continue après la réalisation de l'opération	• Ne peut être utilisé sans l'approbation du conseil d'administration de la société cible. La société cible contrôle le calendrier et le plan d'action • La procédure assujettie à la surveillance du tribunal et l'audience quant au caractère équitable de l'arrangement créent un risque d'exécution accru et les porteurs de titres sont susceptibles de formuler des objections et des plaintes dans le cadre de celles-ci • Les droits de dissidence et ceux relatifs à l'évaluation normalement accordés aux actionnaires de la société cible. Toutefois, les droits de dissidence s'appliqueraient aux actionnaires qui n'ont pas déposé leurs actions dans le cadre d'une acquisition forcée ou d'une opération d'acquisition subséquente à une offre

PRINCIPAUX AVANTAGES ET INCONVÉNIENTS D'UNE OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT

Avantages d'une offre publique d'achat	Inconvénients d'une offre publique d'achat
• Dans le cadre d'une opération hostile, nul besoin de négocier une entente avec le conseil d'administration de la société cible • Aucun droit de dissidence et d'évaluation n'est accordé aux actionnaires de la société cible, bien que des droits de dissidence s'appliquent aux actionnaires n'ayant pas déposé leurs actions dans le cadre d'une acquisition forcée ou d'une opération d'acquisition subséquente à une offre	• Une offre publique d'achat peut ne pas résulter en l'acquisition de toutes les actions en circulation et peut nécessiter d'être suivie, dans une deuxième étape, par une opération de fermeture, si moins de 90 % des actions sont déposées • Une telle opération retardera de six à huit semaines l'acquisition de la totalité des actions • Les exigences en matière de financement, non applicables dans le cas d'un arrangement, sont problématiques pour certains acquéreurs • Les règles d'intégration s'appliquent • L'interdiction d'accorder des avantages accessoires peut rendre certaines opérations plus difficiles à réaliser, notamment les acquisitions financées par capitaux propres lorsque les dirigeants détiennent une participation importante après la clôture de l'acquisition par l'acquéreur

AUTRES STRUCTURES D'OPÉRATIONS

D'autres formes de structures d'opérations d'acquisition incluent les fusions prévues par la loi et une restructuration du capital-actions de manière à ce qu'il comporte des titres obligatoirement cessibles. Une fusion exige l'approbation du conseil et des actionnaires de la société cible, alors qu'une restructuration du capital-actions est susceptible de ne requérir que l'approbation des actionnaires.

Le terme « fusion » correspond pour l'essentiel au terme « merger » des lois étatiques sur les sociétés en vigueur aux États-Unis. Cependant, le concept de fusion n'est pas défini dans les lois canadiennes sur les sociétés (processus aux termes duquel une société en absorbe une autre, entraînant la dissolution de cette autre société qui disparaît, et auquel survit la première société qui continue d'exercer ses activités). Plutôt, en vertu du droit canadien sur les sociétés, les sociétés procédant à une fusion se combinent pour former une seule société. Les droits, l'actif et les dettes de chaque société qui fusionne survivent en tant que ceux de la société telle qu'elle existe après la fusion. Les fusions sont rarement utilisées dans le cadre d'opérations sans lien de dépendance. Une restructuration du capital-actions peut être utilisée comme structure d'acquisition en modifiant la composition du capital-actions dans les statuts constitutifs de la société cible de manière à rendre obligatoire le transfert des actions de la société cible à l'acquéreur en échange d'un montant en espèces et/ou d'actions de l'acquéreur.

Dans les deux cas, l'acquéreur aura généralement besoin de l'approbation de 66 ⅔% des voix exprimées à l'assemblée des actionnaires de la société cible convoquée à cette fin.

2

Points à examiner avant de réaliser une acquisition

SYSTÈME D'ALERTE ET DÉCLARATIONS D'INITIÉS

Les lois canadiennes sur les valeurs mobilières contiennent un système de communication connu sous le nom de « système d'alerte » relativement à l'acquisition de titres de sociétés ouvertes. Lorsqu'un acquéreur achète suffisamment de titres comportant droit de vote ou de titres de capitaux propres de n'importe quelle catégorie pour que lui et tout acteur agissant de concert avec lui aient la propriété véritable de plus de 10 % des titres de cette catégorie, ou exercent un contrôle ou une emprise sur ces titres, l'acquéreur doit publier et déposer un communiqué dès que possible et dans tous les cas au plus tard à l'ouverture de la séance de négociation le jour ouvrable qui suit l'acquisition, et ensuite déposer une déclaration en vertu du système d'alerte en temps utile et dans tous les cas au plus tard au cours des deux jours ouvrables suivant la date d'acquisition. Des communiqués et déclarations additionnels sont requis à l'acquisition de tranches de 2 % ou plus des titres en circulation de même catégorie, ou au moment de dispositions entraînant une diminution de participation de 2 % ou une diminution de la participation de l'acquéreur sous le seuil de 10 %.

L'information qui doit être divulguée dans les communiqués et les déclarations doit préciser, notamment : (i) le nombre et le pourcentage de titres acquis ou vendus; (ii) l'objectif poursuivi par l'acquéreur de titres ou le vendeur de titres; et (iii) toute autre intention d'acquérir ou de vendre des titres additionnels. On prévoit également une période de réflexion interdisant des achats supplémentaires par l'acquéreur jusqu'à la fin du jour ouvrable suivant la date de dépôt de chaque déclaration. La période de réflexion cesse une fois que le niveau de détention d'actions atteint le seuil de 20 %, moment à partir duquel les règles relatives aux offres publiques d'achat sont déclenchées. Les exigences de déclaration prescrites dans la *Schedule 13D* de la *Securities Exchange Act of 1934* des États-Unis, lesquelles sont déclenchées lorsque le niveau de détention d'actions atteint le seuil de 5 %, sont également susceptibles de s'appliquer aux sociétés cibles qui sont inscrites aux États-Unis.

Les investisseurs institutionnels admissibles, y compris les établissements financiers, les caisses de retraite ainsi que certains fonds de capital-investissement et fonds spéculatifs peuvent recourir au régime de déclaration mensuelle (RDM),

dont le concept est similaire au système de déclaration prévu à la *Schedule 13G* aux États-Unis. La principale différence entre le système d'alerte conventionnel et le RDM consiste en le fait que le système conventionnel exige la publication d'un communiqué en temps utile et le dépôt d'une déclaration en vertu du système d'alerte dans les deux jours ouvrables qui suivent l'atteinte d'un seuil déclencheur de déclaration, de même qu'une période de réflexion dans les circonstances décrites précédemment, tandis que le RDM permet généralement de déclarer les niveaux de détention en propriété chaque mois, chacune des déclarations devant être faite dans les 10 jours qui suivent la fin du mois, sans période de réflexion. Un investisseur institutionnel admissible est exclu du RDM s'il : (i) présente ou a l'intention de présenter une offre publique d'achat en bonne et due forme ou propose ou a l'intention de proposer une restructuration, un regroupement, une fusion, un arrangement ou un autre regroupement d'entreprises semblable touchant un émetteur assujetti si cette opération faisait en sorte que les investisseurs institutionnels admissibles aient le contrôle effectif de l'émetteur; ou (ii) sollicite des procurations auprès des porteurs de titres dans certaines circonstances particulières. L'interdiction d'utiliser le RDM pour solliciter des procurations ne s'applique pas lorsque l'investisseur institutionnel admissible « a l'intention de solliciter » des procurations. Par conséquent, les investisseurs militants peuvent être en mesure d'utiliser le RDM dans le cadre d'une stratégie d'accumulation des richesses avant le commencement de la course aux procurations.

En plus de déposer des déclarations aux termes du système d'alerte et du RDM, les porteurs qui ont la propriété véritable de titres comportant droit de vote représentant plus de 10 % des droits de vote rattachés aux titres comportant droit de vote en circulation, ou qui exercent un contrôle ou une emprise sur de tels titres, doivent déposer les déclarations requises aux termes du régime de déclarations d'initiés. La déclaration initiale doit être effectuée dans un délai de 10 jours par tout initié assujetti à compter de la date à laquelle il devient « initié assujetti » et toute opération subséquente doit être déclarée dans les 5 jours de l'opération. Le régime de déclarations d'initiés peut également s'appliquer aux dirigeants désignés d'un actionnaire important, notamment au chef de la direction, au chef des finances et au chef de l'exploitation. Les actionnaires effectuant leurs déclarations aux termes du RDM sont susceptibles de se prévaloir de dispenses des obligations de déclarations d'initiés selon lesquelles l'initié n'est tenu de déposer une déclaration qu'une fois par mois. En plus de déclarer sa participation dans les titres de l'émetteur assujetti, l'initié assujetti doit également déclarer les instruments financiers connexes, notamment les contrats dont la valeur ou le prix sur le marché est fonction de la valeur ou du cours d'un titre de l'émetteur assujetti.

ACQUÉRIR UNE PARTICIPATION RESTREINTE

Une fois qu'un initiateur a annoncé publiquement son intention de faire une offre publique d'achat, l'acquéreur ne peut plus acheter d'actions de la société cible autrement que dans le cadre de l'offre publique d'achat jusqu'à ce que l'offre ait été lancée et, une fois qu'elle est lancée, il peut uniquement acquérir jusqu'à 5 % des actions dans certaines circonstances déterminées. Par conséquent, il est courant pour les acquéreurs d'envisager d'accumuler les actions d'une société cible avant de lancer une offre ou avant d'annoncer son intention de lancer une offre afin d'obtenir une participation restreinte dans la société. Les initiateurs éventuels acquièrent habituellement une participation restreinte en effectuant des achats sur le marché libre ou aux termes de contrats de gré à gré. Les avantages et les inconvénients liés à l'acquisition d'une participation restreinte doivent être évalués avec soin.

Le tableau suivant met en évidence certains des principaux avantages et inconvénients de l'acquisition d'une participation restreinte.

PRINCIPAUX AVANTAGES ET INCONVÉNIENTS D'UNE PARTICIPATION RESTREINTE

Avantages d'une participation restreinte	Inconvénients d'une participation restreinte
• Si elle est suffisamment importante, la participation restreinte est susceptible de permettre à l'initiateur d'influencer la direction de la société cible • Offre l'occasion d'acquérir des actions sans payer une prime importante, réalisant ainsi des économies qui peuvent servir à financer un prix plus élevé dans le cadre d'une offre en bonne et due forme et, en fin de compte, à réduire le coût moyen de l'acquisition si l'offre publique d'achat est réalisée • L'achat initial peut soit dissuader d'autres initiateurs potentiels, soit augmenter la possibilité de récupérer les coûts de l'opération dans l'éventualité où une offre concurrente est supérieure à l'offre de l'initiateur • Les achats initiaux peuvent permettre à l'initiateur de se prévaloir des droits accordés aux actionnaires en vertu des lois sur les sociétés par actions, y compris celui de demander la tenue d'une assemblée des actionnaires	• L'achat d'actions auprès de la société cible peut augmenter les coûts et le risque de pertes de l'initiateur si l'opération n'est pas réalisée • De tels achats peuvent augmenter la probabilité d'une divulgation prématurée des intentions de l'initiateur • Le mouvement du marché pourrait entraîner une augmentation du prix des actions de la société cible, ce qui aurait comme conséquence de diminuer la prime apparente offerte • De tels achats sont susceptibles d'avoir une incidence sur l'application des exigences des règles d'intégration et de celles applicables à une offre publique d'achat par un initié • Les achats effectués avant la date de l'offre risquent de rendre plus difficile la satisfaction de l'obligation de dépôt minimal, puisque les actions dont l'initiateur et ses acteurs conjoints sont propriétaires ne sont pas prises en compte dans le calcul

Le nombre d'actions accumulées sera généralement limité par la liquidité des actions, par les règles relatives aux offres publiques d'achat applicables en ce qui a trait à l'intégration des achats de titres et par les obligations imposées aux termes du système d'alerte.

Un acquéreur doit être prudent avant d'engager des discussions avec d'autres actionnaires de la société cible au moment d'acquérir une participation restreinte, puisque si l'on juge qu'il a agi conjointement ou de concert avec d'autres, cela pourrait déclencher l'application des obligations aux termes du système d'alerte, une offre publique d'achat ou un régime de droits des actionnaires. La question de savoir si une personne a agi conjointement ou de concert avec l'acquéreur est une question de fait. Cependant, si l'acquéreur a conclu un contrat, un accord ou un engagement avec un autre actionnaire dans le but d'acquérir ou d'offrir d'acquérir des actions de la société cible, l'acquéreur est *réputé* agir conjointement ou de concert avec cet autre actionnaire. Un actionnaire n'est pas réputé agir conjointement ou de concert avec l'acquéreur s'il a seulement conclu une convention de dépôt selon laquelle il manifeste son intention de céder ses actions en réponse à l'offre de l'acquéreur, comme il est expliqué plus en détail ci-après. En revanche, un actionnaire est *présumé* agir conjointement ou de concert avec un acquéreur s'il a conclu un contrat, un accord ou un engagement avec ce dernier aux termes duquel il prévoit exercer ses droits de vote conjointement avec lui. Si l'acquéreur a l'intention de lancer une course aux procurations dans le cadre de l'acquisition proposée, la simple expression que l'actionnaire a l'intention d'exercer les droits de vote rattachés à ses actions en faveur de la proposition de l'acquéreur ne signifie pas à elle seule qu'ils ont agi conjointement.

Par ailleurs, le moment de l'acquisition de la participation restreinte doit être planifié avec prudence si l'acheteur envisage d'engager des discussions avec la société cible. Après que les discussions avec la société cible sont entamées, il est possible que l'acquéreur ait accès à de l'information importante non divulguée à propos de la société cible, ce qui l'empêcherait d'acquérir des actions supplémentaires sur le marché libre. Enfin, une entente de confidentialité conclue avec la société cible peut comporter un moratoire qui empêcherait l'acquéreur d'acheter des actions.

ACQUISITION « AMICALE »

La nécessité ou le désir de coopérer avec le conseil d'administration de la société cible constitue un facteur clé à prendre en considération au moment d'établir la structure d'une opération de fusion et acquisition de sociétés ouvertes. Le fait de réaliser l'opération avec le soutien du conseil d'administration de la société cible (par l'entremise d'une offre, d'un arrangement ou autrement) offre à l'acquéreur divers avantages :

- un raccourcissement éventuel important de la période de 105 jours autrement obligatoire dans le cadre d'une offre publique d'achat hostile, puisque le conseil d'administration de la société cible peut accepter de réduire le délai minimal de dépôt à aussi peu que 35 jours dans le cas d'une offre, et que l'approbation des actionnaires à l'égard d'un arrangement peut généralement être obtenue dans les 45 à 60 jours qui suivent l'annonce d'une convention d'arrangement;
- l'accès à la procédure d'arrangement, à condition que le conseil donne son approbation à cet égard;
- l'accès à des renseignements confidentiels (normalement aux termes d'une entente de confidentialité et de moratoire liant l'acquéreur) et la possibilité d'effectuer une vérification diligente et un examen approfondis plutôt que limités aux documents d'information publics;
- la négociation de clauses de protection (comme celles relatives aux indemnités de rupture, au remboursement de dépenses, aux droits d'exclusivité et au droit d'égaler une offre supérieure) destinées à assurer la réalisation de l'acquisition proposée;
- une maximisation des économies et des avantages fiscaux grâce à une opération structurée par les deux parties;
- une participation à la résolution des questions de réglementation, particulièrement lorsque la société cible est une entreprise dont les activités sont réglementées ou concentrées dans certains segments du marché, ou encore si l'on doit tenir compte de considérations touchant l'examen d'investissements étrangers ou la sécurité nationale;
- le maintien éventuel de l'équipe de direction et des employés clés, lesquels pourraient être plus enclins à quitter l'entreprise dans un contexte d'offre publique d'achat hostile;
- l'atténuation du risque que le conseil de la société cible adopte des mesures défensives et cherche à maximiser la valeur de l'entreprise – si la société cible agissait ainsi, la complexité de la réalisation de l'offre non sollicitée et les coûts afférents seraient accrus;
- la structuration de l'opération de manière à atténuer le plus possible le risque qu'un intrus se manifeste et le fait de gagner du temps; et
- l'obtention d'une recommandation favorable susceptible de favoriser la satisfaction de l'obligation de dépôt minimal (dans le cas où l'opération est structurée à la manière d'une offre publique d'achat).

OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT « HOSTILE »

Dans certains cas, il est préférable qu'un acquéreur s'engage dans une opération « hostile » ou « non sollicitée ». Par exemple :

- les démarches amicales n'ont pas abouti à une opération d'acquisition;
- l'acquéreur a établi son prix et ne s'attend pas à ce que des intrus se manifestent, de sorte qu'il ne veut pas s'engager dans des négociations avec le conseil d'administration de la société cible qui risquent de faire grimper le prix en échange d'une recommandation favorable du conseil;
- l'acquéreur a conclu des conventions de dépôt irrévocable avec des actionnaires importants;
- l'objectif de l'acquéreur n'est pas d'avoir la mainmise sur la société cible, mais de provoquer un changement ou d'exercer une influence sur le conseil d'administration; et
- l'écart entre l'évaluation de l'acquéreur et celle du conseil de la société cible est si grand que l'acquéreur n'a pas d'autre choix que de présenter une offre directement aux actionnaires de la société cible.

Comme le soutien du conseil d'administration de la société cible n'est pas requis pour mener à terme une offre publique d'achat, cette structure est la seule qui permette de réaliser une acquisition non sollicitée ou hostile.

CONVENTIONS DE DÉPÔT

L'acquéreur peut choisir de conclure une convention de dépôt avec un ou plusieurs actionnaires principaux de la société cible pour accroître les chances de réussite de l'opération. Par la convention de dépôt, les actionnaires s'engagent à céder leurs actions en réponse à l'offre publique d'achat ou, dans le cas d'une opération assujettie au vote, de se prononcer pour la réalisation de l'opération. La convention peut être « irrévocable » et, dans ce cas, les titres déposés en réponse à l'offre peuvent être cédés à l'acquéreur ou les voix rattachées à ces titres doivent être exprimées de manière à voter pour la réalisation de l'opération, même si une offre supérieure soutenue par le conseil de la société cible était présentée, ou « souple » et, dans ce cas, l'actionnaire aurait le droit de résilier la convention de dépôt et de déposer ses titres en réponse à l'offre plus élevée ou de voter pour la réalisation de l'offre plus élevée. L'interdiction d'acquérir la propriété véritable d'actions autrement que dans le cadre de l'offre publique d'achat à compter de la date de l'annonce par l'acquéreur de son intention de faire une offre publique d'achat n'empêche pas la conclusion de conventions de dépôt, et la conclusion de telles conventions ne déclenche pas, à elle seule, l'application des obligations en vertu du système d'alerte ni n'établit que l'acquéreur et l'actionnaire partie à la convention de dépôt agissent conjointement. Cependant, certains régimes de droits des actionnaires peuvent être déclenchés lorsque des actionnaires concluent des conventions de dépôt irrévocable.

Comme le soutien du conseil d'administration de la société cible n'est pas requis pour mener à terme une offre publique d'achat, cette structure est la seule qui permette de réaliser une acquisition non sollicitée ou hostile.

APPROBATION DES ACTIONNAIRES DE L'ACQUÉREUR

Dans une opération action-pour-action où l'acquéreur se propose d'émettre de ses actions aux actionnaires de la société cible, il est essentiel de déterminer si l'approbation des actionnaires de l'acquéreur est requise ou non. Les règles de la Bourse de Toronto prescrivent que l'émetteur inscrit doit obtenir l'approbation de ses actionnaires si l'acquisition que se propose de faire la société ouverte entraînait l'émission d'un nombre d'actions correspondant à plus de 25 % de ses actions en circulation avant dilution. Le calcul du nombre d'actions émises en paiement du prix de l'acquisition doit tenir compte de toutes les actions émises ou devant être émises aux termes d'un placement privé d'actions qui représente une condition de l'acquisition ou est autrement lié à celle-ci.

3

Protection des actionnaires minoritaires

Les opérations d'acquisition concernant des parties liées tels que des actionnaires importants ou des actionnaires de contrôle, les membres du conseil d'administration ou les cadres supérieurs soulèvent des préoccupations en matière de conflit d'intérêts potentiels et peuvent être assujetties à d'autres exigences en vertu des lois sur les sociétés et sur les valeurs mobilières.

Deux autorités en valeurs mobilières du Canada (celles de l'Ontario et du Québec) ont établi des règles particulières applicables aux opérations suivantes :

- les offres d'initiés;
- les offres publiques de rachat (opération aux termes de laquelle une société cède ses propres actions);
- certains types d'opérations entre parties liées; et
- certains types de regroupements d'entreprises.

Ces règles figurent dans le Règlement 61-101 *sur les mesures de protection des porteurs minoritaires lors d'opérations particulières* (« Règlement 61-101 ») et sont conçues de manière à offrir une certaine protection aux actionnaires en cas de conflit d'intérêts dans le cadre d'opérations qui concernent des parties liées. Par exemple, une offre publique d'achat peut faire intervenir les règles applicables à une « offre publique d'achat faite par un initié » en plus des règles habituelles applicables aux offres publiques d'achat si un « initié » (c.-à-d. un détenteur de plus de 10 % des actions en circulation de la société cible) propose de faire une offre publique d'achat. Un plan d'arrangement peut également être assujetti aux règles sur le « regroupement d'entreprises » dans les circonstances où un actionnaire est obligé de vendre ses actions à la suite de l'opération et que cette opération concerne une partie liée qui acquiert la société (seule ou avec des acteurs conjoints) ou dans celles où une partie liée n'est pas traitée de manière identique à l'ensemble des actionnaires (par exemple, parce qu'elle reçoit un avantage accessoire).

Le Règlement 61-101 régit ces opérations en offrant aux actionnaires minoritaires les protections procédurales suivantes :

- une évaluation formelle effectuée par un évaluateur indépendant assujetti au pouvoir de surveillance d'un comité d'administrateurs indépendants de la société cible;
- l'approbation de la majorité des actionnaires minoritaires; et
- une divulgation plus étendue, incluant la divulgation des évaluations antérieures réalisées pour le compte de la société cible et des offres reçues par elle au cours des deux derniers exercices.

Le Règlement 61-101 offre des dispenses des exigences d'évaluation formelle et d'approbation des actionnaires minoritaires dans des circonstances où, en règle générale, il n'existe ni de préoccupations au sujet d'un conflit d'intérêts entre ceux de la partie liée et ceux de la société cible ni d'avantages accordés à l'initié sous forme d'information privilégiée à propos de la société cible. Ces règles très techniques doivent être soigneusement étudiées dans le contexte d'une opération de fusion et acquisition.

4

Devoirs des administrateurs

Les lois canadiennes sur les sociétés imposent deux obligations principales aux administrateurs, notamment un devoir fiduciaire et un devoir de diligence. Les administrateurs ne peuvent déléguer ces obligations à des tiers par voie contractuelle et ils sont susceptibles d'être tenus personnellement responsables en cas de manquement à ces obligations.

DEVOIR FIDUCIAIRE

Les administrateurs sont les fiduciaires de la société. Ce principe de longue date fait partie des lois sur les sociétés et se reflète à travers l'exigence que les administrateurs agissent « avec intégrité et de bonne foi au mieux des intérêts de la société » dans l'exercice de leurs pouvoirs et l'exécution de leurs fonctions.

La Cour suprême du Canada a décrit la portée du devoir fiduciaire dans l'affaire *BCE Inc.* Les principes clés de cette décision sont les suivants :

- le devoir fiduciaire est envers la société, et aucune autre partie intéressée;
- le devoir fiduciaire des administrateurs est un concept large et contextuel; il ne se limite pas au profit à court terme ou à la valeur des actions; dans le contexte où la société est en exploitation, le devoir fiduciaire vise les intérêts à long terme de la société; son contenu varie selon la situation;
- pour déterminer s'il agit au mieux des intérêts de la société, il peut tenir compte des intérêts des actionnaires, des employés, des fournisseurs, des créanciers, des consommateurs, des gouvernements et de l'environnement, entre autres intérêts, au moment de prendre une décision;
- l'obligation des administrateurs d'agir au mieux des intérêts de la société inclut le devoir de traiter de façon juste et équitable chaque partie intéressée touchée par les actes de la société en se fondant sur les attentes légitimes de celles-ci; et
- en cas conflit d'intérêts, les intérêts de l'un ne doivent pas primer sur ceux de l'autre. Plus particulièrement, contrairement à la norme Revlon établie en vertu des lois du Delaware, les intérêts des actionnaires à maximiser la valeur de leurs actions ne priment pas sur ceux d'autres parties intéressées dans le cadre d'une opération de changement de contrôle. Tout dépend des particularités de la situation dans laquelle se trouvent les administrateurs et de la question

de savoir si, dans les circonstances, ils ont agi de façon responsable dans leur appréciation commerciale et ont résolu le conflit d'intérêts de façon juste et équitable après avoir établi objectivement les attentes raisonnables des parties intéressées.

Bien que l'affaire *BCE Inc.* ne soutienne pas expressément que l'on doive maximiser la valeur des actions, les actionnaires ont naturellement beaucoup à perdre ou à gagner dans une opération de changement de contrôle et ils s'attendent raisonnablement à ce que les administrateurs accordent une importance considérable à leurs intérêts au moment d'examiner une proposition d'acquisition. Par conséquent, la question de savoir si une proposition d'acquisition offre la meilleure valeur raisonnablement susceptible d'être obtenue pour les actionnaires devrait demeurer au centre des discussions des administrateurs. Cela est d'autant plus important que l'approbation des actionnaires est nécessaire à la réalisation de l'opération et que la plupart des lois sur les sociétés au Canada confèrent aux actionnaires le droit d'intenter une action contre une société et les administrateurs de celle-ci pour cause d'abus si les intérêts des actionnaires ont été injustement ignorés.

DEVOIR DE DILIGENCE

En exerçant leurs fonctions, les administrateurs doivent agir « avec le soin, la diligence et la compétence dont ferait preuve, en pareilles circonstances, une personne prudente ». Cette norme de prudence peut être atteinte par tout administrateur qui consacre le temps et l'attention raisonnables aux affaires de la société, et qui fait preuve d'une appréciation commerciale informée. La norme de prudence est mesurée par rapport à la norme objective de ce qu'une personne raisonnablement prudente ferait en pareilles circonstances. Le défaut de satisfaire à la norme est souvent le résultat d'une certaine passivité et de l'omission de se renseigner.

Dans l'affaire *BCE Inc.*, la Cour suprême du Canada a confirmé l'existence d'une « règle de l'appréciation commerciale » canadienne, en vertu de laquelle les tribunaux respecteront les décisions commerciales des administrateurs, pourvu qu'elles s'inscrivent dans un éventail de solutions raisonnables possibles. Les tribunaux font preuve de retenue à l'égard des décisions des administrateurs qui sont prises de bonne foi en l'absence de conflit d'intérêts, dans la mesure où les administrateurs ont effectué une enquête raisonnable, ont évalué les autres solutions et ont agi de façon juste. L'appréciation commerciale des administrateurs ne sera pas scrutée à la loupe par les tribunaux et ceux-ci ne substitueront pas leur point de vue à celui des administrateurs, même si les événements subséquents démontrent que les administrateurs n'ont pas pris la meilleure décision.

CRÉATION D'UN COMITÉ SPÉCIAL

En s'acquittant du devoir de diligence, un critère déterminant est celui de savoir si un conseil d'administration devrait créer un comité spécial d'administrateurs indépendants pour examiner et évaluer une offre publique d'achat ou une proposition d'acquisition crédible.

Bien que l'affaire *BCE* ne soutienne pas expressément que l'on doive maximiser la valeur des actions, les actionnaires ont naturellement beaucoup à perdre ou à gagner dans une opération de changement de contrôle et ils s'attendent raisonnablement à ce que les administrateurs accordent une importance considérable à leurs intérêts au moment d'examiner une proposition d'acquisition.

Dans le cas où l'opération présente un réel conflit d'intérêts qui déclenche les protections procédurales prévues au Règlement 61-101 (par exemple, parce que l'acquéreur éventuel est une partie liée à la société cible), un comité spécial composé d'administrateurs indépendants, de conseillers financiers et de conseillers juridiques indépendants devrait être créé, et cela pourrait s'avérer obligatoire pour examiner une proposition d'acquisition, superviser et diriger les négociations et formuler des recommandations au conseil.

Dans les cas de conflit d'intérêts potentiels, par exemple de dirigeants perçus comme étant susceptibles d'avoir été influencés par leur volonté de conserver leur emploi, le conseil devra choisir la meilleure façon de traiter le conflit. Dans certains cas, le conflit pourra être traité en excluant la direction et tout administrateur concerné par le conflit, le cas échéant, des discussions du conseil se rapportant au conflit, de la façon jugée appropriée selon la situation. Et dans d'autres cas, le conseil peut choisir de créer un comité spécial. Les tribunaux canadiens voient d'un bon œil la création de comités spéciaux pour gérer les conflits d'intérêts potentiels.

Un comité spécial peut également être souhaitable du point de vue pratique, si les compétences des administrateurs et leur emploi du temps et de leur disponibilité le permettent.

RECOURS EN CAS D'ABUS

En cas de recours fondé sur l'abus, la compétence des tribunaux est large si l'on démontre au tribunal que les pouvoirs des administrateurs ont été exercés d'une manière qui « abuse des droits des détenteurs de valeurs mobilières ou se montre injuste à leur égard en leur portant préjudice ou en ne tenant pas compte de leurs intérêts ». Bien qu'il ne soit pas nécessaire qu'un demandeur établisse que les administrateurs ont manqué à leur devoir fiduciaire pour obtenir gain de cause dans le cadre d'un recours fondé sur l'abus, la capacité de démontrer que les administrateurs ont agi conformément à leurs devoirs fiduciaires contribuera de façon importante à protéger le conseil d'administration contre de telles allégations.

L'objectif du recours est de protéger les attentes raisonnables des actionnaires et autres parties intéressées, offrant au tribunal (comme l'explique la Cour suprême du Canada dans l'affaire *BCE Inc.*) « un vaste pouvoir, en equity, d'imposer le respect non seulement du droit, mais de l'équité ». Pour établir si la décision du conseil d'administration est abusive, le tribunal doit obligatoirement évaluer l'incidence de la décision d'affaires prise par le conseil.

Si le tribunal juge qu'il y a eu abus, il peut rendre une ordonnance pour remédier à l'abus ou à la situation injuste s'il le juge approprié.

Lorsqu'une société possède des titres de créance ou de participation en circulation qui ne sont pas visés par l'offre publique d'achat, un soin particulier doit être porté aux intérêts des porteurs de ces titres afin de s'assurer qu'ils ont été pris en considération.

ACTES DES ADMINISTRATEURS APRÈS UNE PROPOSITION D'ACQUISITION

À la lumière des principes énoncés précédemment, dans la formulation d'une réponse à une proposition d'acquisition, les administrateurs doivent être en mesure de démontrer qu'ils ont exercé leur jugement en connaissance de cause, après avoir fait les enquêtes et les analyses raisonnables compte tenu des circonstances, et être raisonnablement fondés de croire que leurs actes servent au mieux les intérêts de la société. Rien n'oblige une société qui a reçu une proposition d'acquisition à négocier avec un acquéreur éventuel ni à établir un processus de vente en particulier.

Si le conseil d'administration estime être dans l'intérêt de la société d'envisager une éventuelle vente de la société, il n'existe pas une seule et unique façon pour les administrateurs de la réaliser. La règle de l'appréciation commerciale laisse une grande latitude au conseil d'administration quant à l'établissement du processus de vente, pourvu que les administrateurs prennent une décision éclairée. Habituellement, les administrateurs solliciteront les conseils des conseillers financiers et des conseillers juridiques de la société.

Le conseil d'administration pourrait donc choisir de prendre un engagement exclusif avec un acquéreur éventuel, sans effectuer au préalable une analyse du marché pour trouver d'autres acheteurs potentiels ou sans faire une mise aux enchères. Ou encore, le conseil d'administration pourrait décider qu'il est préférable de procéder à une analyse du marché compte tenu des circonstances. Le conseil d'administration pourrait également envisager de faire une mise aux enchères, mais il n'y est pas tenu par la loi. Le conseil d'administration exercera son jugement en se fondant, notamment, sur les modalités de la proposition d'acquisition, le fait que l'acquéreur éventuel exige ou non l'exclusivité comme

condition à la poursuite des négociations, l'ensemble des autres acheteurs possiblement intéressés, l'incidence du processus sur les activités de la société et la nature du processus qui est raisonnablement le plus susceptible d'entraîner les meilleurs résultats pour les actionnaires ainsi que pour les autres parties intéressées de la société.

Les mêmes principes s'appliquent lorsqu'une société fait l'objet d'une offre publique d'achat hostile. Une société n'est pas obligée de vendre. Toutefois, comme les actionnaires ont ultimement la capacité de déposer leurs actions en réponse à une offre, les administrateurs n'ont pas d'autre choix que d'étudier les différentes options disponibles pour maximiser la valeur pour les actionnaires, notamment rester indépendant, éventuellement vendre à un tiers ou accepter une offre plus élevée d'un initiateur hostile.

MESURE DE PROTECTION DE L'OPÉRATION ET DE DÉFENSE

Au Canada, il est courant d'inclure une mesure de protection de l'opération dans la convention d'arrangement ou dans la convention de soutien (dans le cas d'une offre publique d'achat) et il est fréquent que les conseils d'administration adoptent certaines mesures de défense en réaction à des offres hostiles. Cette mesure de protection de l'opération et ces mesures de défense peuvent faire l'objet d'un examen par un ou plusieurs tribunaux, par les organismes de réglementation en valeurs mobilières ou par la bourse de valeurs mobilières concernée (lorsque des actions ou des droits d'acquérir des actions sont émis). La contestation des actes posés par le conseil d'administration de la société cible assujettis à son devoir fiduciaire et à son devoir de diligence sera habituellement présentée au tribunal puisque, en vertu des lois sur les sociétés applicables, les devoirs du conseil sont des devoirs envers la société. Malgré le fait que le tribunal soit l'autorité compétente pour déterminer si les administrateurs se sont bien acquittés de leurs devoirs, les organismes de règlements en valeurs mobilières possèdent un vaste pouvoir discrétionnaire leur permettant d'examiner les actes du conseil d'administration d'une société cible dans le cadre de leur mandat de protéger l'intégrité des marchés financiers. Les organismes de réglementation en valeurs mobilières ont publié des lignes directrices aux termes de l'Instruction générale 62-202 *sur les mesures de défense contre une offre publique d'achat*, selon lesquelles ils mettent en garde les participants aux marchés financiers qu'ils sont prêts à examiner, dans certains cas particuliers, les mesures de défense mises en place, afin de déterminer si elles portent atteinte aux droits des actionnaires.

Parmi les mesures de protection souvent utilisées dans le cadre d'une opération soutenue par le conseil d'administration figurent les dispositions de non-sollicitation (« d'exclusivité »), aux termes desquelles une société cible convient de ne pas solliciter ou négocier d'autres offres, ainsi que l'engagement de recommander l'opération ainsi soutenue et de verser une indemnité de rupture des négociations si la convention devait être résiliée dans certaines circonstances. Les dispositions de non-sollicitation permettent généralement au conseil d'administration dans l'exercice de son devoir fiduciaire de négocier avec un initiateur concurrent qui ferait une proposition d'acquisition non sollicitée susceptible d'être supérieure à la proposition déjà à l'étude. Une clause de retrait par devoir fiduciaire permet également au conseil d'administration de revenir sur sa recommandation

antérieure et de conclure une convention de soutien relative à l'offre supérieure. Ce qui fait qu'une proposition soit supérieure à une autre est une question négociable, mais on exige presque toujours que la proposition d'acquisition soit plus avantageuse sur le plan financier, pour les actionnaires de la société cible, que la proposition existante. Le versement d'une indemnité de rupture est permis en vertu des lois canadiennes, à la condition que l'indemnité permette d'établir un équilibre commercial raisonnable entre l'effet négatif potentiel de ces frais en tant qu'inhibiteur d'enchères et leur effet positif en tant que stimulateur d'enchères (y compris si l'indemnité était nécessaire pour provoquer une offre concurrente). L'indemnité de rupture représente habituellement entre 1 % et 4 % de la valeur nette réelle de l'opération.

Pour composer avec les offres hostiles, les conseils d'administration de sociétés cibles ont également recours à diverses mesures de défense. La plus répandue est l'utilisation de régimes de droits ou des « pilules empoisonnées » dont il a été question précédemment. D'autres mesures de défense sont l'émission de titres rachetés afin de diluer l'offre de l'initiateur ou de l'initiateur éventuel (souvent en remettant ces titres entre les mains de personnes « de confiance »), la vente d'actifs, la restructuration ou encore le blocage par option d'achat d'actif.

5

Droit en matière de concurrence et examen des investissements étrangers

LOI SUR LA CONCURRENCE

La *Loi sur la concurrence* (la « LC ») contient une procédure de révision des opérations relatives à l'acquisition d'une entreprise au Canada.

Préavis de fusion

Sous réserve de certaines exceptions, la LC exige un préavis de fusion lorsque l'opération atteint les deux seuils suivants :

- toutes les parties et leurs entités affiliées possèdent des actifs au Canada dont la valeur comptable globale brute excède 400 millions de dollars, ou ont des revenus globaux bruts de vente au Canada, du Canada ou vers le Canada qui excèdent 400 millions de dollars;
- la valeur comptable totale de l'actif au Canada à être acquis ou les revenus bruts de vente au ou du Canada générés par cet actif excèdent 87 millions de dollars (seuil pour 2016, révisé chaque année et indexé au taux de croissance du PIB canadien).

Si l'opération est une acquisition d'actions, un seuil additionnel requiert que les participations comportant droit de vote de l'acheteur à la suite de l'opération excèdent 20 % pour une société ouverte (ou 50 % si le seuil des 20 % est déjà dépassé). Par conséquent, un acquéreur devrait remettre un préavis de fusion au Bureau de la concurrence s'il acquérait plus de 20 % des actions comportant droit de vote d'une société ouverte et que les seuils financiers indiqués précédemment étaient franchis.

Si un préavis est requis, les parties doivent fournir certains renseignements au Bureau de la concurrence, notamment les détails de l'opération, les entreprises liées, la description des produits, une liste des clients et des fournisseurs et certains documents préexistants qui évaluent l'incidence de l'opération sur la concurrence. L'opération ne peut pas être clôturée avant l'expiration d'une période d'attente obligatoire de 30 jours. Si, avant l'expiration de la période d'attente, le commissaire de la concurrence fait une demande de renseignements

supplémentaires (« DRS »), la période d'attente est prolongée d'une période supplémentaire se terminant 30 jours après la conformité totale avec la DRS. Une opération pourra être réalisée après l'expiration de la période d'attente applicable, à moins que le commissaire n'ait demandé et obtenu une injonction empêchant la clôture.

Dans le cas d'une opération dite hostile, la période d'attente débute lorsque l'initiateur a remis sa partie de l'avis. Après que le commissaire a avisé la société cible de l'avis remis par l'initiateur, la société cible a alors 10 jours pour déposer sa partie de l'avis.

Lorsqu'il n'existe aucun chevauchement ou que ce chevauchement est minimal, les parties peuvent demander au commissaire de délivrer un certificat de décision préalable (« CDP ») ou, dans l'alternative, une lettre de non-intervention qui peut normalement être obtenue dans un délai de 14 à 21 jours. Lorsqu'un CDP est délivré, le commissaire ne peut plus contester l'opération et l'opération n'est pas soumise à l'exigence du préavis de fusion. Si une lettre de non-intervention est remise, le commissaire déclare qu'il n'a pas l'intention de contester l'opération (mais conserve le droit de le faire) et l'opération n'est pas soumise à l'exigence du préavis de fusion.

Si un CDP n'est pas délivré, mais que le commissaire a remis une lettre de non-intervention ou si la période d'attente est écoulée, le commissaire peut toujours contester l'opération dans l'année suivant la clôture de l'opération. Le commissaire a aussi le droit d'examiner et de contester toute opération dans l'année suivant la clôture de celle-ci, indépendamment du fait qu'une notification préalable soit requise.

Norme de contrôle

Le test de corroboration vise à déterminer si l'opération risque d'empêcher ou de diminuer sensiblement la concurrence dans un marché au Canada. Dans le cadre de cette analyse, le Bureau de la concurrence tiendra compte d'un certain nombre de facteurs, notamment les marchés appropriés pour le produit et les marchés géographiques concernés, la concentration et la part du marché, le maintien de la concurrence dans le marché, les perspectives de nouveaux concurrents, les obstacles à l'entrée dans le marché, l'insolvabilité de la société cible, le rôle de la réglementation ou de l'innovation dans le marché concerné et le pouvoir compensateur des acquéreurs. Les opérations qui résultent en une part de marché combinée après la fusion de plus de 35 % sont généralement soumises à un examen plus détaillé du Bureau de la concurrence, mais il faut retenir que la concentration et la part du marché ne sont pas des facteurs déterminants. Bon nombre de fusions ont été autorisées à procéder même si la part du marché combinée des parties excédait 35 %. Lorsqu'une opération aura vraisemblablement pour effet d'empêcher ou de diminuer sensiblement la concurrence, le commissaire peut demander au Tribunal de la concurrence de rendre une ordonnance d'injonction ou de dissolution, entre autres.

Les dispositions de la LC auront une incidence sur le moment de l'opération et la clôture de celle-ci seulement si les activités commerciales de l'acquéreur, des membres du même groupe que lui ou des entités dans lesquelles il détient une participation importante font concurrence à celles de la société cible au Canada ou si l'acquéreur a une certaine relation « verticale » importante (comme celle de fournisseur ou de client principal) avec la société cible.

LOI SUR INVESTISSEMENT CANADA

En règle générale, la *Loi sur Investissement Canada* (la « LIC ») s'applique lorsqu'une société non canadienne propose d'acquérir directement ou indirectement le contrôle d'une société canadienne (au sens de la LIC).

Acquisition de contrôle

Généralement, une acquisition de contrôle survient lorsqu'un investisseur acquiert un tiers ou plus des actions à droit de vote d'une société (à moins qu'il n'existe une présomption relative que la société ne sera pas véritablement contrôlée par l'investisseur). L'acquisition de moins des deux tiers des actions à droit de vote d'une société est réputée ne pas être une acquisition de contrôle. En revanche, l'acquisition de la majorité des actions à droit de vote d'une société est irréfutablement réputée être une acquisition de contrôle. Dans le cas d'une société canadienne exerçant des activités du secteur culturel, ou d'un investisseur qui est une entreprise d'État, le ministre compétent a le pouvoir discrétionnaire de déterminer s'il s'agit d'une acquisition de contrôle, indépendamment des règles et des présomptions prescrites par la LIC.

Demande d'examen et avis d'investissement

Les investissements directs effectués au Canada qui excèdent certains seuils pécuniaires peuvent être examinés avant leur clôture par le ministre de l'Innovation, des Sciences et du Développement économique (ou le ministre du Patrimoine canadien lorsque la société canadienne est active dans le secteur culturel), alors que toutes les autres acquisitions de contrôle sont soumises à un avis d'investissement. Il existe six différents seuils menant à l'examen des opérations d'acquisition directes effectuées par des non-Canadiens dans le but d'obtenir le contrôle de sociétés canadiennes :

- **Acquisition directe d'une société ouverte :** 600 millions de dollars ou plus en valeur d'affaires, en fonction de la capitalisation boursière de la société cible, plus le total du passif (autre que le passif d'exploitation), moins les espèces et quasi-espèces.
- **Acquisition directe d'une société fermée :** 600 millions de dollars ou plus en valeur d'affaires, en fonction de la valeur totale d'acquisition, plus le total du passif (autre que le passif d'exploitation), moins les espèces et quasi-espèces. Si l'investisseur acquiert moins de la totalité de la société, la valeur totale d'acquisition comprendra des montants additionnels à ceux qui sont payables par le non-Canadien qui acquiert le contrôle.

- **Acquisition de la quasi-totalité de l'actif d'une société canadienne :** 600 millions de dollars ou plus en valeur d'affaires, en fonction de la contrepartie totale à payer, plus le passif assumé par l'investisseur (autre que le passif d'exploitation), moins les espèces et quasi-espèces qui sont transférées à l'investisseur.
- **Acquisition directe d'une entreprise culturelle :** la valeur comptable de l'actif de la société canadienne est de 5 millions de dollars ou plus.
- **Acquisition directe par un investisseur non membre de l'OMC d'une société cible non contrôlée par un membre de l'OMC :** la valeur comptable de l'actif de la société canadienne est de 5 millions de dollars ou plus.
- **Acquisition directe par une entreprise d'État :** la valeur comptable de l'actif de la société canadienne est de 375 millions de dollars ou plus (seuil pour 2016, révisé chaque année).

Le seuil de 600 millions de dollars établi pour la valeur d'affaires passera à 800 millions de dollars en avril 2017, puis à 1 milliard de dollars deux ans plus tard, soit en avril 2019, après quoi, le seuil sera ajusté chaque année en fonction d'une formule d'indexation qui est fonction du PIB. Les acquisitions directes de sociétés canadiennes inférieures aux seuils et les investissements indirects par

des membres de l'OMC, y compris par des entreprises d'État, sont assujetties à l'obligation d'avis seulement, mais elles peuvent faire l'objet d'un examen au titre de la sécurité nationale. Un investissement indirect (l'acquisition d'une société étrangère ayant une filiale canadienne) ne peut faire l'objet d'un examen à moins qu'il ne s'agisse d'un investissement par un investisseur non membre de l'OMC ou que la société canadienne n'exerce ses activités dans le secteur culturel, auquel cas le seuil correspond à une valeur comptable de 50 millions de dollars ou plus d'actif (ou 5 millions de dollars dans certains cas). En pareils cas, l'examen est effectué après la clôture de l'opération.

Lorsqu'une acquisition est assujettie à un examen préalable à la clôture, les parties ne peuvent pas clore l'opération tant que l'approbation n'a pas été accordée par le ministre responsable. La demande d'examen comporte les détails de l'opération, les renseignements sur l'investisseur et la société canadienne et les plans de l'investisseur à l'égard de la société canadienne. On demande généralement à l'investisseur de soumettre des engagements exécutoires par écrit qui demeureront normalement en vigueur pendant une période de trois à cinq ans, pour confirmer son engagement à l'exécution des éléments principaux de ses plans.

Le ministre responsable de l'examen dispose d'au plus 45 jours pour déterminer si l'investissement devrait être approuvé (période pouvant être prolongée unilatéralement par le ministre pour une période additionnelle de 30 jours). La période d'examen peut être prolongée d'une période additionnelle selon ce dont conviennent le ministre et l'investisseur.

Lorsque seul un avis d'investissement est requis, il doit être déposé dans les 30 jours suivant la clôture et requiert des renseignements très limités relativement à l'examen préalable à la clôture.

Norme de contrôle

La norme de contrôle est celle selon laquelle un investissement sera vraisemblablement à l'« avantage net du Canada ». Le ministre responsable de l'examen considérera les facteurs suivantes prescrits par la loi : l'effet de l'investissement sur l'activité économique au Canada; la participation de Canadiens dans l'entreprise canadienne; l'effet de l'investissement sur la productivité, le progrès technologique et la création et la diversité des produits au Canada; l'effet de l'investissement sur la concurrence au Canada; la compatibilité de l'investissement avec les politiques industrielles, économiques et culturelles nationales; et la contribution de l'investissement à la compétitivité canadienne sur les marchés mondiaux. Si l'investisseur est une entreprise d'État, le ministre responsable examinera aussi la nature et l'étendue du contrôle exercé par un gouvernement étranger, les pratiques de gouvernance d'entreprise, d'exploitation et de divulgation de l'information de l'entreprise d'État, ainsi que la capacité de la société canadienne acquise de poursuivre ses activités sur une base commerciale.

AUTRES POINTS À PRENDRE EN CONSIDÉRATION

Régime d'examen en matière de sécurité nationale

La LIC exige un examen de tout investissement susceptible de « compromettre la sécurité nationale » (et cela est indépendant du fait que l'investissement dépasse les seuils pécuniaires déterminés ou qu'une acquisition de contrôle soit réalisée). La « sécurité nationale » n'est pas définie dans la LIC ni dans la réglementation. Par conséquent, le gouvernement fédéral dispose d'une très grande latitude pour examiner, approuver et, au besoin, rejeter toute opération, ou encore pour chercher à obtenir des engagements, au titre de la « sécurité nationale ».

Il n'existe aucun mécanisme au Canada permettant de soumettre volontairement une opération à un examen au titre de la sécurité nationale (contrairement aux États-Unis, où il est possible d'obtenir l'approbation du *Committee on Foreign Investment in the United States*). Cependant, en ce qui a trait à un investissement relatif à une acquisition de contrôle (qu'un examen soit requis ou non avant la clôture), un investisseur peut savoir si un examen au titre de la sécurité nationale sera réalisé en soumettant un avis d'investissement, et ce en tout temps avant de faire l'investissement ou dans les 30 jours après l'avoir fait, ou en soumettant une demande d'examen (s'il y a lieu) en tout temps avant d'effectuer un investissement. Tout avis selon lequel un examen au titre de la sécurité nationale pourrait être effectué doit être envoyé par le ministère responsable dans les 45 jours qui suivent le dépôt d'un avis d'investissement ou d'une demande d'examen. Il n'existe aucun processus d'autorisation prescrit pour les investissements non relatifs à une acquisition de contrôle. Si l'investisseur ne reçoit pas un tel avis, il est certain qu'aucun examen au titre de la sécurité nationale ne sera entrepris.

Un examen complet au titre de la sécurité nationale peut prendre jusqu'à 200 jours. Si le ministre responsable est d'avis que l'investissement pourrait « compromettre la sécurité nationale », il peut référer l'investissement au Gouverneur en conseil (Cabinet). Le Cabinet peut prendre toutes les mesures qu'il considère prudentes afin de protéger la sécurité nationale, y compris interdire à l'investisseur d'effectuer l'investissement ou ordonner la dissolution de l'entreprise, ou encore permettre l'investissement sous réserve de certaines conditions.

Au sujet du groupe des fusions et acquisitions d'Osler

Osler a été à maintes reprises reconnu comme un chef de file dans le domaine des fusions et acquisitions au Canada. Forts de dizaines d'années de services-conseils avisés liés aux opérations de fusions et acquisitions, nous avons gagné la confiance de nos clients en notre capacité de leur offrir le juste niveau de conseils juridiques requis pour mener à bien leurs négociations.

Chez Osler, nous comprenons les impératifs commerciaux sous-jacents à une opération ainsi que le contexte d'affaires dans lequel nos clients exercent leurs activités. Notre approche « le client d'abord » imprègne chaque aspect de notre culture d'entreprise, et nous appliquons cette philosophie à la façon dont nous structurons et négocions une opération, atténuons les risques, affectons le personnel et gérons efficacement les dossiers.

Osler offre également aux Canadiens et aux Américains des services juridiques transfrontaliers. Nos bureaux partout au Canada et à New York se concentrent sur les champs de pratique fondamentaux qui répondent le mieux aux besoins de nos clients au sud ou au nord de la frontière. En offrant des services transfrontaliers intégrés au Canada et aux États-Unis, nous assurons à nos clients qu'ils reçoivent des conseils de pointe d'un seul et même cabinet.

Pour de plus amples renseignements, veuillez visiter le site **osler.com/fusions.**

À propos d'Osler, Hoskin & Harcourt S.E.N.C.R.L./s.r.l.

Osler est un cabinet d'avocats de premier plan qui n'a qu'un objectif : répondre aux besoins de votre entreprise. Que ce soit à Toronto, Montréal, Calgary, Ottawa, Vancouver ou New York, nous conseillons nos clients canadiens, américains et internationaux sur une vaste gamme de questions juridiques nationales et transfrontalières. Notre approche « intégrée » fondée sur la collaboration tire profit de l'expertise de plus de 400 avocats pour apporter des solutions juridiques adaptées, proactives et pratiques axées sur les besoins de votre entreprise. En plus de 150 ans, nous avons acquis la réputation d'un cabinet qui sait régler les problèmes, surmonter les obstacles et fournir les réponses dont vous avez besoin, quand vous en avez besoin. C'est le droit à l'œuvre.

osler.com

Osler, Hoskin & Harcourt S.E.N.C.R.L./s.r.l.
Montréal Toronto Calgary Ottawa Vancouver New York | **osler.com**

OSLER

© 2016 Osler, Hoskin & Harcourt S.E.N.C.R.L./s.r.l.
Tous droits réservés. 06/2016