

# OSLER

## Bulletin Marché des capitaux pour l'année **2012**



# Bulletin Marché des capitaux pour l'année

## 2012

---

Notre Bulletin Marché des capitaux est reconnu comme étant l'une de nos publications les plus populaires. Il présente notre analyse des événements qui ont eu une incidence sur les marchés des capitaux du Canada au cours des douze derniers mois, ainsi que notre point de vue concernant les développements attendus pour 2013. Sont inclus dans cette publication une analyse générale de l'actualité en fusion et acquisition et en financement d'entreprises au Canada en 2012, ainsi que des articles sur les tendances et d'autres faits notables concernant les marchés des capitaux du Canada.

L'année 2012 a été une autre année intéressante pour les marchés financiers du Canada. Nous avons encore une fois eu la chance de participer au succès de nos clients dans de nombreux dossiers, dont plusieurs des plus grandes opérations de l'année (dont certaines sont mises en évidence dans le Bulletin) et espérons solidifier et accroître davantage nos relations avec nos nombreux clients en 2013.

Nous espérons que vous apprécierez cette édition 2012 du Bulletin Marché des capitaux.

John Leddy  
*associé, Droit des sociétés et rédacteur en chef*

Janet Salter  
*rédactrice adjointe, Droit des sociétés*

## Table des matières

## Introduction

Les marchés financiers mondiaux ont connu des résultats mitigés en 2012. L'optimisme concernant la reprise économique en cours dans certains pays a été dissipé par la crise de la dette européenne et le soi-disant mur budgétaire aux États-Unis, sans compter les inquiétudes liées à la croissance du PIB asiatique et à l'instabilité politique au Moyen-Orient. Les volumes de négociation ont fléchi partout dans le monde en 2012, tandis que le marché des premiers appels publics à l'épargne (PAPE) a connu sa pire année depuis 2008. Les marchés canadiens se sont comportés à peu près de la même manière. Les volumes négociés à la Bourse de Toronto (TSX) ont augmenté pendant l'année, mais la Bourse de croissance TSX (TSX-V) a subi une forte baisse, le nombre de nouvelles émissions d'actions et de titres d'emprunt ayant reculé sur douze mois. L'activité dans le domaine des fusions et acquisitions mesurée par le volume a été plus faible sur douze mois, bien que la valeur totale des opérations ait grimpé, en partie par suite de l'annonce de plusieurs très grandes opérations en 2012. Sur une note plus positive, l'activité sur les marchés a semblé reprendre vers la fin de l'année, à la faveur de l'annonce de plusieurs fusions et acquisitions importantes et de la réalisation d'un certain nombre de financements. Ce qui a dominé l'actualité de fin d'année, ce sont toutefois l'approbation par le premier ministre Harper de deux acquisitions d'envergure de sociétés pétrolières et gazières canadiennes par des sociétés d'État asiatiques, ainsi que l'annonce de nouvelles règles sur les investissements par les sociétés d'État.

L'indice composé S&P/TSX a clôturé l'année en hausse de 4 % par rapport à l'an dernier, tandis que l'indice Dow Jones des valeurs industrielles a terminé l'année en progression d'environ 13 % comparativement à 2011. En revanche, la TSX-V a terminé l'année en forte baisse, sa valeur de clôture au 31 décembre étant de 1221,30, comparativement à 1484,66 à la fin de l'année 2011, ce qui témoigne des difficultés auxquelles les petits émetteurs ont été confrontés cette année sur les marchés financiers.

Jusqu'au 14 décembre, il y avait eu pour 25,5 milliards de dollars d'appels publics à l'épargne visant des titres de participation en 2012, en baisse par rapport à 29 milliards l'an dernier, ce qui en fait l'année la plus faible depuis 2008. Les émetteurs des secteurs immobilier et pétrolier et gazier, ainsi que les émetteurs de titres à rendement, ont généralement profité d'un bon accès aux marchés financiers tout au long de l'année. Le marché des placements privés a connu une activité raisonnable en 2012, attribuable au fait que des sociétés bien établies et de solides équipes de direction ont continué d'être en mesure de mobiliser des fonds privés. Ce marché a semblé se raffermir à la fin de l'année, comme en témoignent plusieurs opérations privées de taille qui ont été réalisées.

Le marché des premiers appels publics à l'épargne (PAPE) a obtenu des résultats sensiblement inférieurs à ceux de 2011, clôturant à 112 milliards de dollars de capitaux recueillis à l'échelle internationale à la suite de PAPE, ce qui en fait l'année la plus faible de ce marché depuis 2008. À la fin de novembre 2012, le nombre de PAPE traditionnels de sociétés s'élevait à 43 à la TSX et à la TSX-V (exception faite des PAPE réalisés par des sociétés de fonds communs d'immobilisations et des fonds négociables en bourse, ainsi que des PAPE liés à des produits structurés) contre 67 en 2011. Le secteur minier, qui fait généralement bonne figure sur les marchés financiers canadiens, a fortement décroché en 2012, le nombre de PAPE miniers réalisés ayant baissé de 40 % par rapport à 2011. Les volumes de négociation de titres d'émetteurs miniers ont également diminué considérablement à la TSX et à la TSX-V en 2012, tant en termes de valeur que de nombre d'actions négociées. Toutefois, la réussite de l'important PAPE de l'entrepreneur Robert Friedland pour sa nouvelle entreprise Ivanplats Limited, opération qui avait d'abord été reportée, donne à penser que le marché n'a pas complètement tourné le dos au secteur minier.

L'émission de nouveaux titres de créance par des émetteurs canadiens s'est chiffrée à 133 milliards de dollars jusqu'au 15 décembre 2012, ce qui équivaut à un fléchissement d'environ 4 % par rapport à 2011. Le marché des titres de créance à rendement élevé a cependant continué à progresser tout au long de l'année, RBC Marchés des Capitaux faisant état d'un total de 4,7 milliards de dollars émis en date du 30 novembre 2012 par rapport à 4,4 milliards de dollars pour la même période l'an dernier, ce qui témoigne de la demande constante pour des titres générant un rendement dans un contexte de faibles taux d'intérêt.

---

**Osler s'est maintenu en tête des classements, par Thomson Reuters et Bloomberg, des meilleurs cabinets d'avocats en matière de fusions et acquisitions au cours des six dernières années, en plus de décrocher les distinctions suivantes en 2012 :**

- Thomson Reuters a de nouveau classé Osler au premier rang des cabinets d'avocats canadiens pour les transactions réalisées, et de nouveau au deuxième rang pour les transactions annoncées.
- Bloomberg a de nouveau classé Osler parmi les meilleurs cabinets d'avocats canadiens, le plaçant au troisième rang pour le volume (valeur) et au quatrième rang pour le nombre de transactions.

Osler est aussi continuellement reconnu dans les classements dans le domaine du financement d'entreprises. En 2012, Bloomberg a classé Osler au premier rang des cabinets d'avocats conseillant les émetteurs relativement aux émissions de titres de participation et de titres de créance.

Le niveau d'activité dans le domaine des fusions et acquisitions au Canada a baissé en 2012 selon le volume sur 12 mois, bien que la valeur totale des transactions ait été plus élevée qu'en 2011. L'année avait pourtant assez bien commencé et, jusqu'à la fin du deuxième trimestre, 1,497 transactions avaient été annoncées, pour une valeur totale de 97 milliards de dollars, soit un recul d'environ 10 % par rapport à la même période l'an dernier. Le nombre de transactions a cependant considérablement fléchi au troisième trimestre, 599 transactions ayant été annoncées, pour une valeur de 58,6 milliards de dollars, ce qui représente une baisse de 21 % pour ce qui est du nombre de transactions, mais une hausse de 16 % pour ce qui est de la valeur, par suite de l'annonce d'un certain nombre de mégatransactions au cours du trimestre, notamment l'acquisition proposée de Nexen par CNOOC pour 15 milliards de dollars. Cette situation fait écho à l'évolution des marchés des fusions et acquisitions à l'échelle mondiale, où le nombre de transactions a chuté à son plus bas niveau depuis 2005 pendant le troisième trimestre. L'année s'est tout de même terminée sur une note positive avec l'annonce de plusieurs mégatransactions en décembre, dont l'offre de KingSett Capital et de la Commission du Régime de retraite de l'Ontario afin d'acquérir Primaris Retail REIT pour 4,4 milliards de dollars, et la coentreprise de 2,2 milliards de dollars entre Encana et PetroChina. Les précisions fournies par le premier ministre Harper à la fin de l'année, au moment de l'annonce des nouvelles règles sur les investissements des sociétés d'État au Canada, combinées au desserrement du crédit, ont également suscité un certain optimisme, en laissant présager un raffermissement du marché des fusions et acquisitions en 2013. À cet égard, la nouvelle année a débuté en force avec l'annonce, le 2 janvier, de l'acquisition d'une participation dans les activités minières canadiennes d'ArcelorMittal par un groupe dirigé par l'aciériste sud-coréen POSCO pour 1,1 milliard de dollars.

Le secteur de l'énergie a été le secteur le plus dynamique en termes de fusions et acquisitions en 2012, puisque de nombreuses transactions très médiatisées ont été soit annoncées soit réalisées pendant l'année, dont l'acquisition de Flint Energy Services par URS Corporation, pour 1,25 milliard de dollars annoncée au premier trimestre et réalisée au deuxième trimestre; l'acquisition proposée de Progress Energy Resources par PETRONAS, pour 5,5 milliards de dollars, annoncée le 28 juin 2012; l'acquisition proposée de Nexen par CNOOC, pour 15 milliards de dollars, et la vente des actifs en mer Noire de Talisman à Sinopec pour 1,5 milliard de dollars, toutes deux annoncées le 23 juillet 2012, sans oublier la coentreprise mentionnée plus tôt de 2,2 milliards de dollars entre PetroChina et Encana. Soulignons que, dans chaque cas, ces transactions étaient menées par des acquéreurs étrangers et que, dans quatre cas, ces parties étaient des sociétés d'État asiatiques.

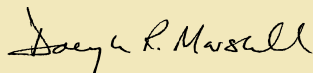
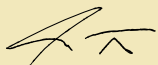
Comme nous l'avons vu précédemment, les investisseurs étrangers sont restés très actifs sur les marchés canadiens des fusions et acquisitions en 2012 et, dans certains secteurs, le rythme des acquisitions étrangères a semblé s'accélérer. Par exemple, la valeur totale des transactions de CNOOC et de PETRONAS dépasse certaines estimations du total des investissements asiatiques dans le secteur canadien des ressources non conventionnelles jusqu'à maintenant. Cela, combiné au fait que certaines sociétés d'État asiatiques aient cherché à obtenir le contrôle pur et simple des entreprises dans lesquelles elles investissaient, plutôt que de n'acquérir que des participations minoritaires stratégiques, a sans doute joué dans la décision prise par le gouvernement de modifier ses politiques sur les investissements des sociétés d'État au Canada, comme l'a annoncé le premier ministre Harper le 7 décembre 2012.

Le secteur des fiducies de placement immobilier a commencé l'année en force, poursuivant la croissance amorcée en 2011. Le rythme effréné de transactions s'est maintenu tout au long de l'année, et un certain nombre de transactions, de PAPE et de placements subséquents d'importance ont été réalisés, dont l'acquisition du Fonds de placement immobilier Cominar par le Fonds de placement immobilier CANMAR pour 900 millions de dollars, l'acquisition de la Scotia Plaza par Dundee REIT et H&R REIT auprès de la Banque de la Nouvelle-Écosse pour 1,266 milliard de dollars, l'acquisition de Whiterock REIT par Dundee REIT pour 1,4 milliard de dollars et le premier appel public à l'épargne de la Fiducie de placement immobilier industriel Dundee à la TSX pour 155 millions de dollars. L'année 2012 se termine avec la plus grande prise de contrôle de fiducie de placement immobilier jamais vue au Canada, réalisée par un consortium mené par KingSett Capital, qui a fait une offre non sollicitée de 4,4 milliards de dollars afin d'acquérir Primaris Retail REIT.

Le secteur canadien des services financiers a continué d'enregistrer de bons résultats pendant l'année, les banques canadiennes affichant des bénéfices records. Deux transactions de fusion et acquisition nationales importantes ont eu lieu dans le secteur, la Banque Scotia ayant mis la main sur les activités canadiennes d'ING Financial et la Banque Royale ayant accepté d'acquérir les activités canadiennes d'Ally Financial. Dans les deux cas, l'institution financière étrangère était motivée par la quête de capitaux afin de rembourser les sommes dues à son gouvernement national. Les banques canadiennes ont également été actives sur les marchés étrangers des fusions et acquisitions, profitant de leur solidité financière comparativement aux autres institutions financière ailleurs dans le monde.

Osler a encore eu la chance de représenter des clients dans le cadre de plusieurs opérations de premier plan survenues en 2012, et nous les remercions de la confiance qu'ils nous ont témoignée. Nous sommes heureux de présenter, à nos clients et autres amis, certaines de nos observations et expériences en 2012 et de leur communiquer notre point de vue sur ce que 2013 pourrait nous réserver. Si vous désirez discuter des articles contenus dans notre Bulletin Marché des capitaux pour l'année 2012, n'hésitez pas à communiquer avec l'un de nos professionnels.

Nous vous offrons nos meilleurs vœux pour l'année 2013.



# L'activisme actionnarial a la cote

01

par Andrew MacDougall, Donald Gilchrist et Donald Ross

L'année 2012 a marqué un tournant dans l'activisme actionnarial au Canada. Malgré l'augmentation des courses aux procurations au cours des dix dernières années, les grandes sociétés canadiennes ont rarement été la cible d'activisme, encore moins de campagnes d'activistes fructueuses. La situation a changé radicalement en 2012.







## Une année décisive

En 2012, on a assisté à la campagne fructueuse menée par Pershing Square Capital Management LP (Pershing Square) en vue d'imposer un changement au Chemin de fer Canadien Pacifique Limitée (Canadien Pacifique), à la stratégie de « vote vide » adoptée par Mason Capital Management LLC (Mason) contre la proposition de TELUS Corporation (TELUS) de supprimer la structure de son capital à deux catégories d'actions et, à la fin de 2012, au lancement d'une proposition par JANA Partners LLC (JANA Partners) afin de remplacer une minorité du conseil d'administration d'Agrium Inc. (Agrium) au soutien d'une proposition par JANA Partners voulant qu'Agrium se dessaisisse de sa division de vente au détail au profit de ses actionnaires.

Comme l'a bien illustré la campagne de sollicitation de procurations au Canadien Pacifique, même les sociétés canadiennes les mieux établies et les plus emblématiques n'échappent pas aux pressions d'un actionnaire activiste bien financé.

## La nouvelle vague d'activisme actionnarial

L'actuelle vague d'activisme actionnarial se distingue par la présence de joueurs tactiques bénéficiant d'un important appui financier et demandant des changements afin de réaliser des profits économiques pour leurs investisseurs à court terme et, parfois, à moyen terme. Le Canadien Pacifique, TELUS et Agrium sont toutes des sociétés à capital largement réparti dont les capitalisations boursières dépassent les 16 milliards, 11 milliards et 15 milliards de dollars, respectivement. Il faut une bonne dose de confiance pour acquérir un pourcentage assez élevé d'actions pour exiger une attention spéciale de la part de ces sociétés. C'est pourtant ce qu'ont fait plusieurs grands fonds spéculatifs américains. Pershing Square, par exemple, a acquis sa participation dans le Canadien Pacifique pour plus de 1,2 milliard de dollars, tandis que JANA Partners a acquis sa participation dans Agrium pour près de 800 millions de dollars.

## Les actionnaires institutionnels exigent une responsabilisation accrue

Pour parvenir à induire des changements au sein des grands émetteurs canadiens, les fonds spéculatifs américains ont besoin de l'appui d'importants actionnaires institutionnels canadiens. Traditionnellement, la plupart des actionnaires institutionnels canadiens ont préféré engager le dialogue avec les sociétés plutôt que de se lancer dans des courses aux procurations ou des litiges publics coûteux. Après une longue période de rendements relativement faibles et de grande volatilité, les actionnaires institutionnels canadiens ont exigé une plus grande responsabilisation de la part des dirigeants d'entreprise. La bataille contre le Canadien Pacifique a démontré que, quand les circonstances s'y prêtent et que l'argument est

### OSLER A REPRÉSENTÉ LES CLIENTS SUIVANTS EN 2012 :

**TELUS Corporation**, dans le cadre de son arrangement projeté visant à supprimer la structure de son capital à deux catégories d'actions face aux contestations soulevées par le fonds spéculatif américain Mason Capital.

**Le groupe d'actionnaires « Concerned Shareholders » d'Helix BioPharma Corp.**, en vue d'obtenir une représentation majoritaire au sein du conseil d'administration d'Helix BioPharma Corp.

**Le groupe d'actionnaires « Mining Investors for Shareholder Value »**, en vue d'obtenir une représentation au sein du conseil d'administration de MAG Silver Corp.

**Miranda Technologies Inc.**, en réaction aux efforts de JEC Capital afin de remplacer une majorité de membres du conseil d'administration de Miranda.



suffisamment convaincant, les actionnaires institutionnels canadiens sont prêts à appuyer des changements pilotés par quelqu'un d'autre.

### Le Canada, un ressort favorable aux activistes

Le Canada n'a pas les défenses structurelles contre les actionnaires activistes qui existent aux États-Unis. La grande différence par rapport aux sociétés américaines est que l'échelonnement des mandats des conseils d'administration ne protège pas le conseil d'une société canadienne d'une destitution lors d'une seule assemblée convoquée pour élire de nouveaux administrateurs. De plus, les actionnaires inscrits détenant au moins 5 % des actions comportant droit de vote peuvent exiger la tenue d'une assemblée pour destituer et remplacer la totalité ou une partie des administrateurs d'une société. Lorsqu'ils en reçoivent la demande, les administrateurs ont 21 jours pour convoquer une assemblée, bien qu'ils retardent généralement l'assemblée de quelques mois. Un actionnaire activiste peut également programmer ses achats pour être en mesure de contester l'élection d'administrateurs lors de la prochaine assemblée annuelle de la société visée, si ces administrateurs ne se conforment pas aux exigences de l'activiste.

Une autre différence est que même s'il est possible d'établir un régime de droits des actionnaires au Canada, comme aux États-Unis, pour empêcher l'acquisition d'une participation supérieure à un certain seuil, par exemple 20 %, au Canada, le régime de droits des actionnaires sera éventuellement rendu sans effet par une interdiction d'opérations relativement au régime de droits des actions, imposée par une commission des valeurs mobilières si le régime est contesté par un activiste souhaitant acquérir une participation supérieure au seuil prévu dans le régime. Aux États-Unis, les tribunaux autoriseront le maintien d'un régime de droits des actionnaires si le conseil d'administration, agissant de bonne foi, a des motifs raisonnables de croire que le prix offert pour les actions supplémentaires n'est pas adéquat comparativement au maintien, par la société, de sa stratégie d'entreprise à long terme.

Les exigences canadiennes de déclaration de l'actionnariat sont également favorables aux actionnaires activistes. Une déclaration selon le système d'alerte (l'équivalent canadien du rapport Schedule 13D américain) est exigée dès qu'un investisseur acquiert la propriété véritable ou le contrôle d'au moins 10 % d'une catégorie de titres comportant droit de vote ou de titres de participation (comparativement à 5 % aux États-Unis). Les investisseurs institutionnels admissibles, ce qui comprend la plupart des fonds spéculatifs, n'ont cependant pas à interrompre leurs achats ni à déclarer leur participation dès l'obtention d'une participation de 10 %. Tant que l'investisseur institutionnel admissible n'envisage pas d'effectuer d'offre officielle ni de proposer de transaction visant la société qui, si elle était réalisée, ferait vraisemblablement en sorte que l'investisseur institutionnel admissible (ainsi que tout allié) détienne le contrôle effectif de la société ou de son successeur, l'investisseur institutionnel admissible peut continuer d'acheter jusqu'à la date limite de déclaration de sa participation, soit le dixième jour suivant la fin du mois pendant lequel il a acquis une participation de 10 %. Mason Capital, par exemple, a accumulé 18,7 % des actions ordinaires de TELUS avant de produire sa première déclaration mensuelle au Canada le 10 avril 2012.

Les conseils d'administration canadiens sont également vulnérables du fait de l'absence générale, au Canada, de dispositions dans les règlements administratifs des sociétés obligeant les actionnaires à fournir un préavis à la société de leur intention de proposer des candidats aux



postes d'administrateurs. Des dispenses accordées en vertu des lois sur les valeurs mobilières et sur les sociétés au Canada permettent aux actionnaires d'effectuer certaines communications en vue d'une course aux procurations et de solliciter jusqu'à 15 porteurs sans circulaire de sollicitation de procurations. Malgré ces règles favorables, il demeure peu probable qu'un activiste ait gain de cause sans circulaire de sollicitation de procurations ni course aux procurations à grande échelle dans une grande société à capital largement réparti. Mais certaines sociétés envisagent tout de même de se doter de dispositions de préavis pour empêcher un dissident de déclencher une attaque surprise lors d'une assemblée des actionnaires ou peu de temps avant, ou de recueillir de l'information sur le dissident et les candidats qu'il propose au conseil d'administration.

COLLABORATEURS

### L'année à venir

Il est peu probable que les facteurs sous-jacents de l'actuelle vague d'activisme actionnarial changent dans un avenir prévisible et l'activisme actionnarial au Canada devrait continuer de se développer en 2013. En fait, les modifications apportées récemment aux lois sur les valeurs mobilières, qui permettent aux actionnaires, et pas seulement aux sociétés, d'afficher une copie électronique d'une circulaire et de diffuser un avis d'affichage, plutôt que d'imprimer et de poster des milliers de copies papier de la circulaire, réduiront le coût à assumer par les dissidents qui sollicitent des procurations.

Avec autant d'éléments qui sensibilisent les conseils en place au Canada, il est important que les administrateurs et les dirigeants de sociétés canadiennes se préparent à l'arrivée potentielle d'un actionnaire activiste. Les sociétés devraient revoir leurs points faibles face à un éventuel activiste, que ce soit les récentes baisses des cours des actions ou du rendement d'exploitation relatif ou l'existence de réserves excédentaires ou d'activités facilement divisibles, et planifier une défense appropriée et un engagement plus fréquent et plus significatif des actionnaires.

## Investissements asiatiques dans le secteur canadien des ressources en 2012

02

par Frank Turner, Peter Glossop et Chris Murray

Les investissements étrangers se sont multipliés au Canada pendant la première moitié de 2012 et, comme ce fut le cas au cours des dernières années, les sociétés d'État asiatiques et autres investisseurs en provenance d'Asie ont joué un rôle prépondérant. La taille moyenne des transactions a été plus importante que les années précédentes et les investisseurs asiatiques ont manifesté leur désir d'exercer une plus grande mainmise sur les entreprises dans lesquelles ils investissent. Le secteur pétrolier et gazier non traditionnel a été celui qui a le plus bénéficié des investissements directs asiatiques au Canada. Dans ce secteur, ce sont les projets de sables bitumineux, de gaz de schiste et de GNL qui ont attiré le gros des capitaux. Les investisseurs asiatiques ont également réalisé plusieurs investissements et acquisitions d'envergure dans le secteur minier en 2012.





Le rythme des investissements asiatiques au Canada a brusquement ralenti à la mi-année, en raison de l'incertitude entourant la décision du gouvernement fédéral d'approuver ou non l'acquisition proposée de Nexen Inc. (Nexen) par la société d'État chinoise Chinese National Offshore Oil Corp. (CNOOC) et l'acquisition proposée de Progress Energy Resources Corp. (Progress) par la société d'État malaisienne Petrolia Nasional Berhad (PETRONAS) en vertu de la *Loi sur l'investissement Canada*. Cette incertitude a été levée le 7 décembre 2012 lorsque le premier ministre Harper a annoncé l'approbation des deux transactions. Dans le même temps, le premier ministre a toutefois annoncé des modifications à la façon dont les investissements des sociétés d'État au Canada seraient évalués en vertu de la *Loi sur l'investissement Canada*, haussant le seuil pour ce qui est de ces investissements, en plus d'imposer des restrictions strictes sur les prises de contrôle par des sociétés d'État exploitant des sables bitumineux.

Parmi les transactions importantes en 2012 liées à des investissements asiatiques directs au Canada, outre les transactions mentionnées ci-dessus, soulignons :

- PetroChina, relativement à son partenariat proposé avec TransCanada Corporation en vue de construire, de détenir et d'exploiter le réseau pipeline Grand Rapids, son investissement dans les actifs de gaz de schiste en Colombie-Britannique détenus par Shell Canada et son achat du reste des intérêts dans le projet de sables bitumineux de McKay River;
- l'acquisition de Grande Cache Coal Corporation (Grand Cache Coal) par Marubeni Corporation (Marubeni) et Winsway Coking Coal Holdings Limited (Winsway);
- l'acquisition par CNOOC d'une participation de 35 % dans le projet de sables bitumineux de Long Lake par l'entremise de son acquisition d'OPTI Canada Inc. (OPTI);
- l'acquisition par Wuhan Iron & Steel d'une participation minoritaire dans Adriana Resources et l'acquisition par Heibei Iron & Steel d'une participation minoritaire dans Alderon Resources, afin de faciliter le développement de mines de minerai de fer au Québec et au Labrador, respectivement;
- l'annonce par Encana et PetroChina d'une coentreprise de 2,1 milliards de dollars en vue d'explorer et d'exploiter des propriétés dans la région de Duvernay, en Alberta.

### Évolution des conditions

Les conditions d'investissement préconisées par certaines entreprises asiatiques dans des sociétés et projets canadiens ont considérablement évolué en 2012. Traditionnellement, les entreprises asiatiques avaient tendance à faire l'acquisition de sociétés canadiennes possédant des actifs à l'extérieur du Canada, ou de participations minoritaires dans le capital des promoteurs de projets ou dans les projets eux mêmes. Les droits en ce qui a

### OSLER A REPRÉSENTÉ LES CLIENTS SUIVANTS EN 2012 :

**Une filiale de PetroChina**, dans le cadre de son partenariat avec TransCanada Corporation en vue de construire, de détenir et d'exploiter le réseau pipeline Grand Rapids.

**Marubeni Corporation et Winsway Coking Coal Holdings Limited**, dans le cadre de leur acquisition de Grande Cache Coal Corporation, société minière de charbon métallurgique établie en Alberta.

**PetroChina**, relativement à l'acquisition d'une participation dans les actifs de gaz de schiste de Shell Canada à Groundbirch et au développement de ses projets de sables bitumineux à Dover et MacKay River.

**Un important actionnaire vendeur**, relativement à l'acquisition de Progress Energy Resources Corp. par Petrolia Nasional Berhad (PETRONAS).

**China Investment Corporation**, relativement à son investissement dans SouthGobi Resources.

**Les conseillers financiers** auprès de Nexen, dans le cadre de sa vente proposée à CNOOC.

Mark Horsfall, directeur général de Marchés mondiaux CIBC inc. et responsable de l'énergie à l'échelle internationale, déclarait récemment que [TRADUCTION] « les investisseurs asiatiques ne voulaient plus se contenter d'injecter des capitaux dans les projets dans lesquels ils investissent. Ils estiment qu'ils peuvent apporter une contribution importante dans des domaines comme la gestion et la technologie, et ils cherchent des occasions de le faire ».



trait à la gouvernance et aux projets étaient modestes, voire inexistantes. Plus tard, on a assisté à une augmentation de la taille des investissements et des participations dans les projets acquis, accompagnée d'une hausse proportionnelle des droits liés à la gouvernance et aux projets. Il s'agissait d'investissements de plus grande envergure que par le passé, mais qui visaient des positions minoritaires importantes et qui n'entraînaient pas de prise de contrôle. Depuis quelque temps, en revanche, des sociétés d'État asiatiques cherchent à exercer une véritable mainmise sur les sociétés canadiennes de ressources naturelles, comme en témoignent l'acquisition d'OPTI par CNOOC, celle de Daylight Energy Ltd. (Daylight) par Chemical Corp. (Sinopec) et China Petroleum, et celles proposées de Nexen par CNOOC et de Progress par PETRONAS.

Le désir apparent de certaines sociétés d'État asiatiques d'accroître leur contrôle, voire, dans certains cas, d'exercer une mainmise absolue sur les sociétés et les projets dans lesquels elles investissent, a semé la controverse pendant la seconde moitié de 2012. Tout en reconnaissant la nécessité continue de mobiliser des capitaux étrangers pour financer le développement de ce secteur, des représentants du secteur canadien de l'énergie ont dit s'inquiéter que des acquisitions proprement dites de sociétés de ressources empêchent les Canadiens de participer à ce développement. De façon plus générale, les Canadiens ordinaires ont exprimé leur préoccupation croissante concernant la part de propriété étrangère dans le domaine des ressources naturelles nationales.

### Investissements asiatiques dans le secteur pétrolier et gazier non traditionnel du Canada

Les sociétés d'État et autres entreprises étrangères, surtout en provenance d'Asie, constituent d'importants investisseurs dans le secteur canadien non traditionnel des ressources, et la disponibilité de ces capitaux est l'un des moteurs de la croissance impressionnante de ce secteur. Nous croyons que les sociétés d'État asiatiques sont disposées à réaliser d'importants investissements dans le secteur pétrolier et gazier non traditionnel du Canada en raison de l'ampleur potentielle des ressources non traditionnelles, du fait que le Canada encourage activement l'investissement étranger dans ce secteur et de la perspective que ce genre d'investissement favorise l'essor d'un marché d'exportation maritime et assure un approvisionnement aux consommateurs asiatiques. Il reste à voir si les nouvelles lignes directrices sur les investissements réalisés par des sociétés d'État en vertu de la *Loi sur l'investissement Canada* annoncées par le premier ministre Harper auront un effet refroidissant sur les investissements des sociétés d'État dans ce secteur.

Depuis longtemps, les sables bitumineux attirent la majeure partie des investissements étrangers dans le secteur pétrolier et gazier non traditionnel du Canada. Récemment, cependant, d'importants investissements étrangers ont été réalisés dans des projets canadiens de gaz de schiste et de GNL, notamment :

- l'acquisition par PETRONAS d'une participation de 50 % dans des formations de gaz de schiste à North Montney, en Colombie-Britannique, et l'annonce de ses plans de construire une usine pour l'exportation du GNL à Prince-Rupert, toujours en Colombie-Britannique;
- l'acquisition, par un consortium mené par la société japonaise INPEX Corp., d'une participation de 40 % dans certaines formations de gaz de schiste à Horn River, Cordova et Laird;
- l'annonce, par un consortium regroupant Mitsubishi, PetroChina et Korea Gas, d'une usine de GNL de 12 milliards de dollars à Kitimat, en Colombie-Britannique.





La capacité de plus en plus grande des projets gaziers non conventionnels d'attirer des capitaux étrangers s'est révélée un argument de poids dans la décision de poursuivre ces projets, malgré la baisse des prix du gaz en Amérique du Nord causée par une offre excédentaire. Cet intérêt montre la confiance croissante des investisseurs internationaux dans le développement d'un marché de l'exportation du GNL, sur la côte ouest du Canada. Cinq projets de GNL dans l'Ouest canadien, représentant des dizaines de milliards de dollars d'investissement potentiel, ont soit commencé soit été annoncés, et des sociétés d'État étrangères et d'autres entreprises étrangères participent à chacun de ces cinq projets.

### Investissements asiatiques dans le secteur minier canadien

Les fusions et acquisitions et les investissements dans le secteur des mines ont, en termes de volume, considérablement diminué partout dans le monde en 2012, et le Canada n'a pas fait exception. La réalisation des transactions annoncées à la fin de 2011 a représenté le gros de l'activité d'investissements étrangers directs dans le secteur minier canadien en 2012. Ces transactions visaient surtout les métaux de base, en particulier les matières premières utilisées dans la fabrication de l'acier, comme le charbon métallurgique et le minerai de fer. À titre d'exemple, Osler a agi pour le consortium asiatique de Marubeni et Winsway Coal dans le cadre de l'acquisition de Grande Cache Coal pour 1 milliard de dollars. Des entreprises asiatiques ont acquis de nombreuses participations minoritaires dans des sociétés minières canadiennes en 2012, souvent pour financer le développement des projets de minerai de fer. Au fil des mois, il est cependant devenu plus difficile de procéder à des transactions minières en raison des fluctuations des prix des marchandises (et des fréquentes révisions de prix) et de la montée du nationalisme en matière de ressources à l'échelle mondiale. Chinalco, par exemple, a dû abandonner son projet d'acquérir une participation dans SouthGobi Resources, société canadienne possédant des actifs en Mongolie, à la suite du refus du gouvernement mongol d'approuver la transaction.

### Examen des transactions CNOOC et PETRONAS aux termes de la *Loi sur l'investissement Canada*

Le long examen des affaires PETRONAS et CNOOC en vertu de la *Loi sur l'investissement Canada* a créé beaucoup d'incertitude quant aux critères à respecter pour obtenir l'approbation réglementaire des investissements étrangers sujets à l'examen. Cette incertitude s'était manifestée pour la dernière fois il y a deux ans, lorsque l'offre de BHP Billiton visant Potash Corporation de la Saskatchewan n'avait pas été approuvée. Dans le cas de PETRONAS et de CNOOC, l'inquiétude a semblé s'exprimer avec plus d'acuité.

Annoncée le 28 juin 2012, la transaction de PETRONAS avait d'abord été rejetée le 19 octobre 2012. PETRONAS a toutefois renoué le dialogue avec le gouvernement fédéral, et la transaction a été approuvée le 7 décembre 2012. La transaction de CNOOC, qui avait été annoncée le 23 juillet 2012, a fait l'objet d'un examen en vertu de la *Loi sur l'investissement Canada* qui a été prolongé deux fois. Elle a également été approuvée le 7 décembre 2012. Mais comme ces transactions ont été approuvées en vertu des règles applicables aux sociétés d'État avant le 7 décembre 2012, elles ne sont que de peu d'utilité pour prédire l'issue de futurs projets d'investissement. En effet, le ministre des Ressources naturelles Joe Oliver a indiqué, peu après l'annonce du 7 décembre, que l'offre de CNOOC visant Nexen n'aurait sans doute pas été approuvée sous le nouveau régime. De plus, ni CNOOC, ni PETRONAS, ni le gouvernement n'ont donné de détails sur les véritables engagements pris par les investisseurs pour obtenir les approbations nécessaires en vertu de la *Loi sur l'investissement Canada*.



## Perspectives

COLLABORATEURS

Nous croyons que les transactions CNOOC-Nexen et PETRONAS-Progress représentent un point critique en termes d'investissements par des sociétés d'État dans le secteur canadien des ressources. La valeur combinée des transactions CNOOC-Nexen et PETRONAS-Progress s'établit à environ 20 milliards de dollars, ce qui dépasse certaines estimations des investissements asiatiques totaux réalisés jusqu'à maintenant dans le secteur pétrolier et gazier non traditionnel du Canada, et l'annonce de ces transactions a donné lieu à de vifs débats publics. Au quatrième trimestre, il était clair que les Canadiens étaient de plus en plus préoccupés par l'acquisition proprement dite de grandes sociétés canadiennes de ressources naturelles par des sociétés d'État étrangères et la part de propriété étrangère dans le secteur des ressources. Cette réaction a posé problème au gouvernement fédéral, qui courtisait activement les investisseurs asiatiques et qui avait beaucoup insisté sur le besoin d'investissements étrangers dans le secteur des sables bitumineux et le secteur gazier non traditionnel. La solution soigneusement mise au point annoncée par le premier ministre Harper a été d'approuver les transactions CNOOC-Nexen et PETRONAS-Progress en démontrant l'avantage net qu'elles présentaient au moment de leur annonce, tout en haussant considérablement le seuil pour les investissements futurs par des sociétés d'État et en précisant que l'acquisition du contrôle d'une entreprise canadienne de sables bitumineux par une société d'État étrangère représentera un avantage net qu'« à titre exceptionnel seulement ».

Nous avons prévu que l'annonce par le gouvernement des nouvelles lignes directrices sur les investissements par des sociétés d'État chercherait à rassurer les Canadiens en ce qui concerne les investissements des sociétés d'État au Canada, sans décourager les investissements futurs par ces sociétés d'État. De façon générale, les Canadiens ont accueilli favorablement les nouvelles lignes directrices. La réaction initiale de l'Asie a également été positive, la presse chinoise officielle ayant préféré jusqu'ici se concentrer sur l'approbation de la transaction CNOOC-Nexen après une série de revers subis aux États-Unis. Il n'est toutefois pas assuré que le secteur des ressources continuera à attirer les forts volumes de capitaux étrangers dont il a besoin pour exploiter pleinement les ressources naturelles canadiennes. Les facteurs fondamentaux du secteur canadien des ressources demeurent certes solides, mais les sociétés d'État devront réduire leurs attentes en matière de capacité d'influencer les entreprises dans lesquelles elles investissent. Nul ne sait si elles seront disposées à investir des sommes importantes dans ces conditions; la coentreprise Encana-PetroChina annoncée récemment permet toutefois d'être optimiste.



# L'investissement privé au Canada

03

par John Groenewegen, Chris Murray et Shahir Guindi

Les niveaux d'activité en matière d'investissement privé au Canada sont restés robustes en 2012. Le rythme des transactions comptabilisées dans ce domaine par l'agence Thomson Reuters au troisième trimestre de 2012 a dépassé celui enregistré à la même période en 2011 pour ce qui est du nombre de transactions, quoique la valeur totale ait été légèrement inférieure en comparant les données depuis le début de l'année.





## Activité en 2012

On a observé de l'activité dans le domaine de l'investissement, et ce, dans un vaste éventail de marchés et de secteurs, y compris d'importantes transactions dans les secteurs de la technologie et des ressources, ainsi que dans les secteurs industriels traditionnels. Le marché intermédiaire a continué à susciter un vif intérêt auprès des acquéreurs privés de capitaux propres « *private equity buyers* » au Canada, représentant la grande majorité des transactions d'investissement privé annoncées jusqu'ici en 2012<sup>1</sup>. On a vu une augmentation des investissements privés et des investissements par les caisses de retraite dans le secteur des ressources, qui pourraient encore s'accroître dans la foulée de la récente baisse des prix des marchandises. Les exportations de capitaux à grande échelle d'acquéreurs d'investissement privé canadiens se sont également poursuivies en 2012, 22 transactions internationales ayant été annoncées pour une valeur totale de quelque 15,5 milliards de dollars pendant le seul troisième trimestre<sup>2</sup>.

## Difficultés à la sortie

Les promoteurs désireux de récupérer les fonds mis dans des placements ont dû faire preuve de souplesse en 2012 étant donné l'extrême volatilité des marchés nord-américains des PAPE et la difficulté d'évaluer le prix des transactions sur les marchés secondaires. Le total des fonds mobilisés jusqu'à maintenant en 2012 dans le cadre de PAPE est considérablement en deçà de celui relativement modeste des trois dernières années et pourrait même correspondre, voire être inférieur au niveau de 2008, malgré une certaine amélioration au quatrième trimestre attribuable à une série de PAPE réalisés à la fin novembre. Si l'on fait abstraction des émetteurs dans les secteurs des produits structurés, de l'immobilier et des ressources, un seul PAPE avait été réalisé à la TSX cette année à la fin de novembre (le placement récent de La Baie d'Hudson). De plus, la majorité de ces PAPE concernaient des émetteurs de titres à rendement dotés de structures accréditatives fiscalement avantageuses, dont une société de placement hypothécaire, des FPI et des émetteurs du secteur pétrolier et gazier ayant une structure de fiducie de revenu d'actifs étrangers.

Devant les limites des marchés des PAPE, les promoteurs se sont tournés vers d'autres options, comme la recapitalisation ou la vente. Le marché canadien des titres à rendement élevé a continué à progresser à un rythme assez rapide, atteignant un record de 4,7 milliards de dollars recueillis jusqu'à la mi-novembre, ce qui dépasse le montant record mobilisé en 2011. Ce marché offre à la fois l'occasion de refinancer au Canada et, quand les circonstances s'y prêtent, l'option d'une recapitalisation des dividendes.

---

### OSLER A REPRÉSENTÉ LES CLIENTS SUIVANTS EN 2012 :

**KingSett Capital et la Commission du Régime de retraite de l'Ontario**, dans le cadre d'une offre publique d'achat de 4,4 milliards de dollars visant à acquérir Primaris Retail REIT.

**Google Inc.**, dans le cadre de l'acquisition de BufferBox Inc.

**Le Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario, Providence Equity Partners, Madison Dearborn Partners LL C et BCE Inc.**, dans le cadre de l'acquisition de Q9 Networks Inc. au coût de 1,1 milliard de dollars.

**Vector Capital**, dans le cadre de l'acquisition de 20/20 Technologies Inc.

---

1 Canada's Buyout and Private Equity Market in Q3 2012 – Thomson Reuters.

2 Canada's Buyout and Private Equity Market in Q3 2012 – Thomson Reuters.



Cette dernière option a été celle privilégiée en 2010 par Livingston International Inc., à qui Osler a prêté main-forte. Il faut cependant noter que le recours à la recapitalisation de dividendes pour le marché canadien des titres à rendement élevé reste encore, pour un promoteur, un nouveau moyen de récupérer une partie de son investissement, et non pas une façon d'effectuer une sortie complète.

Le mécanisme de vente a été, de loin, la stratégie de sortie la plus utilisée par les promoteurs nord-américains d'investissement privé depuis plusieurs années, qu'il s'agisse de la vente à un acheteur stratégique, à une caisse de retraite ou à un fonds d'investissement privé ou, comme ce fut le cas dans la récente transaction de 1,1 milliard de dollars visant Q9 Networks Inc. (Q9), où Osler a représenté le groupe d'achat, avec un consortium regroupant les trois types d'acheteurs. En dehors de la transaction de Q9, les ventes réalisées par des promoteurs au Canada jusqu'à maintenant en 2012 ont eu tendance à être des opérations de capitalisation légèrement plus petites.

La sortie la plus courante sur le marché canadien en 2012 a toutefois été la vente à des acheteurs stratégiques, ce qui n'a rien de surprenant quand on sait que bon nombre d'entre eux détiennent des sommes considérables d'espèces, en plus de pouvoir emprunter à faible coût. Parmi les opérations les plus importantes survenues cette année, mentionnons la vente d'Alliance Films par GS Capital Partners à Entertainment One, la vente de GemCom Software par JMI Equity à Dassault Systems SA, la vente de Paragon Pharmacies à Shoppers Drug Mart et la vente de Varicent Software à IBM Corporation. Osler a représenté Entertainment One, Shoppers Drug Mart et IBM dans le cadre de leurs achats respectifs.

### Le retour des privatisations

Dans un contexte où tous les paliers de gouvernement au Canada s'efforcent de réduire leur déficit budgétaire et de maintenir des services publics rentables, les privatisations suscitent de plus en plus d'intérêt comme sources possibles de revenus. Ces initiatives de privatisation offrent de nouvelles possibilités d'investissement tant aux investisseurs nationaux qu'internationaux.

À l'échelon fédéral, la division de vente et de service de réacteurs commerciaux d'Énergie atomique du Canada limitée (EACL) a été vendue, et on a beaucoup spéculé sur l'examen par le gouvernement du statut public de certains biens de la Couronne, dont la Société canadienne d'hypothèques et de logement, Postes Canada, la Monnaie royale canadienne et certaines activités de VIA Rail Canada.

De la même façon, les gouvernements provinciaux d'un bout à l'autre du pays envisagent des initiatives de privatisation. Le gouvernement ontarien, par exemple, est en train de privatiser Service Ontario et la Commission de transport Ontario Northland, et il a indiqué être ouvert à la mise en œuvre « de nouveaux modèles qui permettent d'accroître l'efficacité et d'optimiser les modèles opérationnels des biens gouvernementaux ». Le gouvernement a lancé une demande d'information portant sur la commercialisation ou la privatisation de certaines activités de la Société des loteries et des jeux de l'Ontario, et des participants du secteur de l'investissement privé se sont montrés intéressés à agir comme promoteurs ou investisseurs potentiels. Les politiciens provinciaux discutent également de la privatisation partielle d'Ontario Power Generation, d'Hydro One et de certains actifs de la Régie des alcools de l'Ontario, ainsi que de la vente de biens immobiliers appartenant au gouvernement. Le gouvernement de la Colombie-



Britannique a soulevé la possibilité de vendre certains de ses biens excédentaires, tandis que le gouvernement de la Saskatchewan a annoncé la privatisation partielle de sa société d'État responsable du registre foncier et d'autres registres dans la province.

COLLABORATEURS

À l'échelon municipal, la ville de Toronto et le Régime de retraite des employés municipaux de l'Ontario (OMERS) ont procédé récemment à la vente d'Enwave Energy Corp., qui fournit des services de chauffage et de climatisation à des immeubles de bureaux du centre-ville de Toronto.

De façon générale, les acheteurs de biens gouvernementaux devraient s'attendre à un processus de vente qui risque d'être long et très officiel, puisque les gouvernements doivent gérer les préoccupations des intervenants publics, y compris des contribuables, des clients/utilisateurs, des contreparties contractuelles et souvent des groupes syndiqués, tout en veillant à l'équité du processus d'appel d'offres et à la maximisation du rendement total de l'actif. Les acheteurs potentiels devront également chercher à comprendre les enjeux médiatiques, politiques et liés à la main-d'œuvre, sans oublier les impératifs commerciaux, et en tenir compte dans leur stratégie. La réglementation est souvent l'un des aspects les plus importants d'une opération de privatisation, intrinsèquement liée à l'évaluation du bien, puisque les acheteurs doivent prendre en considération le contexte réglementaire dans lequel le bien privatisé évoluera et, plus important encore, la capacité de fixer les prix dans le marché pertinent.

Pendant que les gouvernements procèdent à des privatisations afin de mobiliser des capitaux, les investisseurs institutionnels et d'autres investisseurs sont confrontés à une période de faibles taux d'intérêt et à un degré élevé d'incertitude sur les marchés traditionnels des titres de participation et de créance. Ces investisseurs se tournent donc de plus en plus vers des catégories d'actifs non traditionnels, comme l'investissement privé et les infrastructures, afin d'obtenir des rendements réels plus élevés. Les caisses de retraite, en particulier, profitent d'un avantage ajouté du fait de la nature à long terme de ces actifs, qui cadre avec le profil de leurs passifs. Nous croyons que les caisses de retraite seront des acteurs importants du marché des actifs privatisés.

### Regard sur l'année 2013

Malgré l'incertitude économique générale, nous prévoyons que divers facteurs contribueront à une autre année robuste dans le domaine de l'investissement privé en 2013. Ces facteurs comprennent le niveau élevé et constant de participation des caisses de retraite canadiennes, la disponibilité générale du crédit, le montant important de capitaux détenus par les fonds d'investissement privé attendant un déploiement et les marchés financiers tournant au ralenti. Le marché boursier continue d'être impitoyable pour les problèmes de rendement à court terme, ce qui accroît l'intérêt des équipes de direction pour les opérations de fermeture, en plus d'offrir aux promoteurs des occasions de venir en aide à des entreprises sous-évaluées et en mal de capitaux.

## Aperçu des fusions et acquisitions en 2012

04

par Donald Gilchrist, Emmanuel Pressman et Robert Yalden

L'année 2012 a marqué le retour des « mégatransactions » en matière de fusions et acquisitions au Canada dans un vaste éventail de secteurs, dont l'énergie, l'immobilier et les services financiers.





On retrouve à l'origine de cette activité une combinaison d'acquéreurs stratégiques, de fonds d'investissement privé et de caisses de retraite<sup>1</sup>. Même si la valeur des transactions a été plus élevée que les années précédentes, les volumes d'opérations sont restés sporadiques. Quoi qu'il en soit, les changements de réglementation et de politique n'ont pas manqué, entre autres les modifications importantes à l'examen des investissements étrangers par des sociétés d'État en vertu de la *Loi sur Investissement Canada*<sup>2</sup>, qui continueront à définir les méthodes et les stratégies utilisées pour réaliser des opérations de fusions et acquisitions.

### Restrictions relatives aux mesures de défense

Une société canadienne est généralement plus vulnérable aux attaques d'initiateurs d'offre d'achat hostile qu'une société américaine, parce que l'échelonnement des mandats des conseils d'administration au Canada ne fournit pas un moyen de défense efficace et que les régimes de droits des actionnaires doivent être approuvés par les actionnaires et seront éventuellement invalidés par une interdiction d'opération relativement au régime de droits des actionnaires, imposée par une commission des valeurs mobilières, habituellement dans les 45 à 60 jours suivant la présentation d'une offre publique d'achat, ce qui est censé donner suffisamment de temps au conseil d'administration pour étudier et élaborer une solution de rechange qui optimise la valeur. L'une des mesures de défense qui a été utilisée dans le passé est un placement privé entre des « mains amies » visant à contrecarrer un initiateur par l'émission d'actions ayant un effet de dilution. En 2010, Lions Gate Entertainment (Lions Gate) a adopté cette stratégie en émettant des actions à une partie amicale pour, selon la

### OSLER A REPRÉSENTÉ LES CLIENTS SUIVANTS EN 2012 :

**KingSett Capital et la Commission du Régime de retraite de l'Ontario**, dans le cadre d'une offre de 4,4 milliards de dollars effectuée afin d'acquérir Primaris Retail REIT.

**Le Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario, Providence Equity Partners, Madison Dearborn Partners LLC et BCE Inc.**, dans le cadre de leur acquisition de Q9 Networks Inc. au coût de 1,1 milliard de dollars.

**La Banque Royale du Canada**, dans le cadre de son acquisition de la division canadienne de financement automobile et de dépôt d'Ally Financial Inc. pour un investissement de 1,4 milliard de dollars, déduction faite des capitaux excédentaires.

**Dundee REIT et H&R REIT**, dans le cadre de leur acquisition de la Scotia Plaza pour 1,266 milliard de dollars auprès de la Banque de la Nouvelle-Écosse.

1 Parmi les mégatransactions, notons l'acquisition de Viterro Inc. par Glencore plc pour 6,1 milliards de dollars, l'acquisition de Nexen Inc. par CNOOC Limited pour 15,4 milliards de dollars et l'acquisition de Progress Energy Resources Corp. par PETRONAS pour 5,2 milliards de dollars. Très actif, le secteur immobilier a terminé l'année en force avec l'offre non sollicitée de 4,4 milliards de dollars de KingSett Capital et de la Commission du Régime de retraite de l'Ontario afin d'acquérir Primaris Retail REIT, qui a suivi d'autres transactions importantes réalisées plus tôt cette année, dont l'acquisition de Whiterock REIT par Dundee REIT pour 1,4 milliard de dollars et l'acquisition du Fonds de placement immobilier Canmarc par le Fonds de placement immobilier Cominar pour 900 millions de dollars. Les institutions financières du Canada ont également saisi les occasions qui se présentaient sur les marchés financiers internationaux, entre autres l'acquisition d'ING Bank Canada par la Banque de Nouvelle-Écosse pour 3,1 milliards de dollars et l'acquisition d'Ally Financial Canada par la Banque Royale du Canada pour 1,4 milliard de dollars, déduction faite des capitaux excédentaires. Les fonds d'investissement privé et les caisses de retraite ont également saisi de nombreuses occasions; notamment l'acquisition de Q9 Networks par un consortium formé du Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario (RREO), de Madison Dearborn Partners, de Providence Equity Partners et de BCE Inc. pour 1,1 milliard de dollars, et la vente de la participation du RREO de 79,5 % dans Maple Leaf Sports & Entertainment à BCE et Rogers Communications Inc. pour 1,3 milliard de dollars.

2 Voir « Investissements asiatiques dans le secteur canadien des ressources en 2012 ».





conclusion du tribunal, permettre à Lions Gate de rembourser ses titres de créance en circulation, améliorant ainsi son ratio capitaux empruntés/capitaux propres. Cette mesure a eu pour effet de diluer la participation détenue par les sociétés initiatrices affiliées à Carl Icahn.

Fibrex Inc. (Fibrex) a employé une tactique similaire en 2012 pour se défendre contre l'offre publique d'achat hostile de Produits forestiers Résolu Inc. (Résolu). Dans le cadre de l'offre, les institutions qui détenaient collectivement 45,7 % des actions en circulation de Fibrex ont conclu des conventions de blocage irrévocables avec Résolu. Un autre actionnaire, qui détenait environ 5 % des actions de Fibrex, a également exprimé son intention de déposer ses actions dans le cadre de l'offre de Résolu, sans toutefois être assujéti à une convention de blocage. En vertu des règles canadiennes sur les offres publiques d'achat, Résolu serait également autorisée à acquérir jusqu'à 5 % des actions de Fibrex sur le marché suivant le début de l'offre officielle de Résolu. Pour faire échec à l'offre de Résolu, qui avait toutes les chances de réussir compte tenu de l'appui de 50,7 % des actionnaires, Fibrex a accepté d'émettre des bons de souscription à un chevalier blanc, Mercer International Inc. (Mercer), lequel a accepté de présenter une offre de 30 % supérieure à celle de Résolu. S'ils avaient été exercés, les bons de souscription auraient suffi à diluer, de 50,7 % à 40,6 %, la position majoritaire de Résolu, y compris les actions détenues par l'actionnaire de soutien et celles assujetties aux conventions de blocage.

Le Bureau de décision et de révision (Québec) (le Bureau), qui exerce la fonction adjudicative de l'Autorité des marchés financiers, a exercé sa compétence d'« intérêt public » afin d'interdire les opérations visant les bons de souscription, en faisant valoir que ces derniers étaient abusifs à l'égard des actionnaires de Fibrex. Le Bureau a établi qu'en l'absence d'un besoin véritable et immédiat de capitaux, un placement privé ayant un effet de dilution ne devrait pas être autorisé dans le but de combattre une offre publique d'achat. Fibrex et Mercer ont interjeté appel, et la Cour supérieure du Québec a infirmé la décision du Bureau, contestant l'idée selon laquelle les actionnaires importants pouvaient effectivement faire valoir un droit de non-dilution. La Cour a conclu que la décision du Bureau s'opposait directement aux objectifs de l'Avis 62-202, dont le principal objectif est de protéger l'intérêt de bonne foi des actionnaires visés, étant donné que la décision du Bureau « réussit à limiter, voire même complètement mettre fin, au processus d'encan et pénaliser les actionnaires ».

La décision a alors fait l'objet d'un appel interjeté par Résolu auprès de la Cour d'appel du Québec, qui a rétabli la décision originale du Bureau. La Cour d'appel a statué que les tribunaux devaient accorder le plus haut degré de déférence à l'égard de la décision du Bureau, et que la Cour ne pouvait intervenir que si la décision du Bureau n'était pas justifiée, transparente ou intelligible au regard des faits et du droit. Ce cas met en lumière l'importance d'obtenir gain de cause auprès d'un tribunal de valeurs mobilières plutôt que devant un tribunal de droit commun, car les chances d'infirmé la décision d'un tribunal de valeurs mobilières sont assez faibles. Au moment de choisir l'instance à laquelle s'adresser, il importe donc de mettre en contraste la possibilité d'un appel favorable d'une décision d'un tribunal avec la quasi-certitude du maintien de la décision d'un tribunal de valeurs mobilières.

La décision met également en évidence les incohérences qui peuvent surgir du fait de la présence de multiples organismes de réglementation des valeurs mobilières, qui sont responsables de surveiller le règlement des litiges liés aux fusions et acquisitions au Canada. Comme le Canada compte plusieurs organismes de réglementation des valeurs mobilières, la décision du Bureau n'a



pas force exécutoire pour les autres organismes de réglementation canadiens, qui pourraient prendre le contre-pied de l'opinion du Bureau, et comme pour le Bureau, leur décision serait fort probablement confirmée en appel en raison de la déférence à l'égard de l'expertise du tribunal spécialisé en valeurs mobilières<sup>3</sup>. Par conséquent, on ne sait pas si l'émission d'actions ayant un effet de dilution comme tactique défensive en vue d'obtenir l'offre supérieure d'un chevalier blanc pourra être autorisée dans d'autres ressorts canadiens.

### Faits à signaler concernant la réglementation des régimes de droits des actionnaires

En 2012, trois régimes de droits des actionnaires ont fait l'objet d'une interdiction d'opérations imposée par les organismes de réglementation des valeurs mobilières : Fibrek; Petaquilla Minerals Ltd. (Petaquilla) et Thirdcoast Ltd. (Thirdcoast), relativement aux offres non sollicitées de Résolu, Inmet Mining Corp. et Parrish & Heimbecker Ltd., respectivement. Aucune des décisions n'a particulièrement suscité de controverse, puisque, dans les cas de Petaquilla et de Thirdcoast, la probabilité qu'un initiateur concurrent se présente était faible et que la société visée avait eu suffisamment de temps pour obtenir une autre offre, et que, dans le cas de Fibrek, la société avait effectivement réussi à attirer un chevalier blanc. Dans la cause Petaquilla, la Commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique a également rendu une ordonnance d'interdiction d'opérations à l'égard d'un placement potentiel de billets de Petaquilla, en raison du fait qu'une émission de billets (qui aurait pu être assortie de bons de souscription) pourrait avoir l'effet d'empêcher les actionnaires de Petaquilla de déposer leurs actions en réponse à l'offre d'Inmet (qui était conditionnelle à l'absence d'offre de billets) et qu'il n'y aurait pas d'incidence défavorable pour Petaquilla pendant le court laps de temps entre l'audience et l'échéance de l'offre d'Inmet si le placement de billets avait fait l'objet d'une interdiction d'opérations.

En 2012, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (CVMO) a indiqué sur diverses tribunes que, à l'instar d'autres organismes canadiens de réglementation des valeurs mobilières, elle réexaminait les règles et politiques relatives aux mesures de défense et aux régimes de droits des actionnaires. À la date de la présente publication, la CVMO n'avait pas publié d'avis officiel au sujet de modifications proposées. La CVMO envisage toutefois d'adopter une règle qui, en soi, permettrait à un régime de droits des actionnaires de rester en place sans intervention réglementaire si les actionnaires l'ont approuvé. De la même façon, les actionnaires auraient la possibilité de supprimer un régime de droits des actionnaires sur simple vote majoritaire (obligeant ainsi l'initiateur à se lancer dans une course aux procurations pour faire tomber le régime de droits des actionnaires). Le débat s'est donc rouvert sur la réglementation des régimes de droits des actionnaires, lesquels seraient incompatibles avec le droit des conseils d'administration de conclure, dans l'exercice de leurs obligations fiduciaires, qu'une offre devrait être rejetée par l'adoption et le maintien d'un régime de droits des actionnaires. On peut s'attendre à ce que toute évolution de la réglementation à cet égard change radicalement le choix du moment et la dynamique des offres publiques d'achat au Canada.

3 Par exemple, le Bureau a établi la distinction entre l'affaire Fibrek et la décision rendue en 2009 par la Commission des valeurs mobilières de l'Alberta dans *Re Arc Equity Management*, où la commission avait refusé d'intervenir dans un placement privé d'actions ayant un effet de dilution qui visait à faciliter une transaction appuyée par le conseil d'administration.





### « Vote vide »

En 2012, les tribunaux canadiens se sont penchés sur les conséquences du « vote vide » dans le contexte de la course aux procurations qui a opposé TELUS Corp. à Mason Capital Management LLC (Mason Capital) relativement à la proposition de TELUS de supprimer la structure de son capital à deux catégories d'actions. Mason Capital a acquis environ 18,97 % des actions ordinaires en circulation et environ 0,49 % des actions sans droit de vote. Mason a également vendu à découvert un nombre presque égal d'actions ordinaires et d'actions sans droit de vote de TELUS. Alors que Mason Capital exerçait des droits de vote à l'égard d'environ 2 milliards de dollars d'actions ordinaires de TELUS dans le cadre d'un vote par catégorie distinct d'actions ordinaires, son intérêt économique net à l'égard des actions de TELUS à la suite de ses ventes à découvert n'était que d'environ 4 millions de dollars.

Mason Capital avait espéré tirer profit d'un élargissement de l'écart entre le cours des actions ordinaires et celui des actions sans droit de vote advenant le rejet de l'opération. Lorsque Mason Capital a demandé de soumettre un ratio d'échange différent aux actionnaires de TELUS, le juge de première instance a estimé que le « vote vide » menaçait la démocratie actionnariale et que, lorsqu'une partie détenait un droit de vote dans une société sans posséder d'intérêt financier dans cette dernière, les intérêts de cette partie n'étaient pas nécessairement compatibles avec le bien-être de la société. Les intérêts du détenteur d'un droit de vote sans intérêt économique vont à l'encontre de ceux des autres actionnaires, et le fondement qui sous-tend le vote des actionnaires est faussé. Comme il a conclu que la demande de Mason Capital était non valide, le juge de première instance n'a pas estimé nécessaire de déterminer s'il devait prendre en considération le « vote vide » de Mason Capital dans l'exercice du pouvoir de la Cour d'ordonner la tenue d'une assemblée.

En appel, la Cour d'appel de la Colombie-Britannique a déterminé que la demande de Mason Capital pouvait être soumise aux actionnaires de TELUS et a refusé de rendre une ordonnance interdisant à Mason Capital d'exercer le droit de vote rattaché à ses actions de TELUS. Même si la Cour d'appel a reconnu que le fait que Mason Capital ait couvert sa position dans la mesure où elle l'avait fait soulevait des préoccupations, elle n'a trouvé aucune compétence inhérente lui permettant de contrôler les abus et a conclu que :

« Il y a lieu, à tout le moins, de s'inquiéter vivement du fait que les intérêts de Mason ne sont pas conformes à l'objectif de favoriser la santé financière de la société. Ceci étant dit, rien ne permet de croire que Mason contrevenait aux lois, et il n'existe aucune disposition légale qui permettrait à cette Cour d'intervenir pour des motifs d'équité générale. Si l'on postule que le « vote vide » nuit aux objectifs de la démocratie actionnariale, il appartient au législateur d'apporter les modifications qui s'imposent. » [Traduction]

Dans une autre décision de la Cour supérieure de la Colombie-Britannique où le plan d'arrangement de TELUS a été approuvé, la Cour a conclu que, même si l'on ne pouvait pas faire abstraction des votes de Mason Capital pour déterminer si l'opération avait obtenu le seuil d'approbation requis des actionnaires, le « vote vide » de Mason Capital pouvait être un facteur à prendre en considération pour évaluer le caractère équitable de l'opération.

Comme l'a démontré la décision de la Cour d'appel dans l'affaire TELUS, les tribunaux auront encore du mal à exercer leur pouvoir discrétionnaire relativement aux problèmes réels et perçus liés au « vote vide ». Les organismes canadiens de réglementation des valeurs mobilières se sont



également montrés peu enclins jusqu'ici à prendre position sur cette question. Compte tenu de l'utilisation croissante des opérations de swap et de la vente à découvert, nous prévoyons que le « vote vide » fera de plus en plus partie du paysage des fusions et acquisitions au Canada, ce qui ne manquera pas de susciter bien des inquiétudes, mais sans que les tribunaux ou les organismes de réglementation des valeurs mobilières ne prennent de mesures concrètes à cet égard.

**COLLABORATEURS****Perspectives**

Bien que le niveau d'activité dans le domaine des fusions et acquisitions au Canada en 2013 dépendra en partie de l'état des marchés internationaux des capitaux et des marchandises, nous nous attendons à une augmentation des investissements dans le secteur de l'énergie – les sociétés canadiennes s'efforçant d'attirer des capitaux étrangers pour exploiter les vastes ressources énergétiques du Canada – ainsi qu'à une consolidation continue dans le secteur des FPI. Nous devrions également continuer de voir beaucoup d'activité dans le secteur minier, alors que les sociétés minières de petite et moyenne taille se démèneront pour obtenir les capitaux nécessaires au financement de leurs projets. Un décalage entre le prix de l'or et le cours des actions des sociétés aurifères pourrait aussi faire augmenter le nombre de fusions et acquisitions chez les extracteurs d'or. L'investissement privé devrait jouer un rôle accru dans les fusions et acquisitions publiques et privées, qui seront souvent réalisées par des caisses de retraite canadiennes disposant d'importantes réserves de capitaux. Les actionnaires activistes, de plus en plus présents sur les marchés financiers canadiens, devraient également continuer à stimuler l'activité dans le domaine des fusions et acquisitions. Enfin, les nouvelles règles qu'adopteront fort probablement les organismes canadiens de réglementation des valeurs mobilières au sujet des régimes de droits des actionnaires et des exigences de système d'alerte pourraient avoir une incidence notable sur le droit et la pratique en matière de prises de contrôle au Canada.

# Fonds de placement immobilier : peut-on demander mieux?

05

par George Valentini, Rod Davidge et Chris Murray

Si l'économie mondiale connaît un ralentissement depuis 2008, quelqu'un a oublié de le dire au marché immobilier canadien. Pour la quatrième année consécutive, les fonds de placement immobilier (FPI) ont surclassé systématiquement l'indice composé S&P/TSX. Que sont exactement ces FPI et d'où viennent-ils?





Fonds de placement immobilier :  
peut-on demander mieux?

Table des matières

## Le FPI canadien

Un FPI est un véhicule de placement structuré comme une fiducie qui permet à des investisseurs de mettre leurs ressources en commun dans le but d'acquérir des biens immobiliers et d'en tirer un revenu. Dans sa forme la plus simple, les investisseurs d'un FPI détiennent indirectement un intérêt bénéficiaire dans les biens par l'entremise d'une société nommée qui en détient le titre de propriété. Il s'agit donc d'une façon avantageuse sur le plan fiscal de posséder des biens immobiliers tout en en tirant des avantages financiers. Les investisseurs canadiens de FPI bénéficient également d'un traitement fiscal favorable par rapport à d'autres fiducies de revenu non immobilières et aux dividendes de société.

Il aura cependant fallu plus de deux décennies pour que les FPI passent de simples véhicules de placement peu efficaces et soumis à maintes restrictions aux FPI prospères que l'on connaît aujourd'hui. Les modifications les plus importantes sont survenues pendant les années 2000, après que les marchés publics se sont familiarisés avec les FPI et que les investisseurs ont permis que soient assouplies un certain nombre de restrictions dans les déclarations de fiducie. Résultat, les FPI sont devenus des véhicules plus souples et souvent dotés de structures de gestion intégrées. On a également assisté pendant cette période à l'essor d'une grande variété de fiducies de revenu investissant dans un vaste éventail de secteurs et de catégories d'actif.

En 2006, craignant de perdre des recettes fiscales face à l'accroissement du nombre et de la taille des fiducies de revenu canadiennes, le gouvernement fédéral a annoncé l'adoption d'une loi sur l'imposition des fiducies de revenu. Désireux tout de même de stimuler les investissements dans l'immobilier, le gouvernement a exclu les FPI du nouveau régime fiscal à condition qu'au moins 95 % du revenu d'un FPI proviennent de sources immobilières passives<sup>1</sup>. Ces modifications ont mis fin aux avantages fiscaux dont jouissaient les fiducies de revenu autres que les FPI et certains FPI qui avaient investi dans des sociétés en exploitation comme des hôtels.

## Examen de quelques activités survenues en 2012

Le succès récent et l'immense popularité des FPI s'expliquent par les conditions fondamentales quasi-idéales dans le paysage économique canadien liées à ce segment du marché immobilier : de faibles taux d'intérêt, des taux d'occupation élevés, de taux de location en progression et, peut-être plus important encore, des distributions généralement élevées et attrayantes sur le plan fiscal à des investisseurs qui touchaient des rendements médiocres de leurs obligations et placements à taux fixe.

### OSLER A REPRÉSENTÉ LES CLIENTS SUIVANTS EN 2012 :

**KingSett Capital et la Commission du Régime de retraite de l'Ontario**, dans le cadre de leur offre publique d'achat de 4,4 milliards de dollars effectuée afin d'acquérir Primaris Retail REIT.

**Le Fonds de placement immobilier CANMARC**, dans le cadre de l'offre publique d'achat de 900 millions de dollars par le Fonds de placement immobilier Cominar.

**La Fiducie de placement immobilier industriel Dundee**, dans le cadre de son premier appel public à l'épargne de 155 millions de dollars et de son inscription à la Bourse de Toronto avec l'achat de deux portefeuilles d'immeubles industriels au Canada pour environ 575 millions et 159 millions de dollars, respectivement.

**Dundee REIT et H&R REIT**, dans le cadre de leur acquisition de la Scotia Plaza de la Banque de Nouvelle-Écosse pour 1,266 milliard de dollars, ainsi que l'émission d'obligations hypothécaires de premier rang de 650 millions de dollars et la rétrocession à la Banque de 1,2 million de pieds carrés d'espace de bureaux et de commerces de détail dans la Plaza au moyen d'un contrat de cession-bail.

**Chartwell Seniors Housing REIT**, relativement à une transaction à plusieurs volets comprenant une coentreprise avec Health Care REIT, Inc. des États-Unis en vue d'acquérir 42 résidences pour personnes âgées au Canada pour la somme de 931 millions de dollars, et dans le cadre d'autres acquisitions en Ontario.

**Dundee REIT**, dans le cadre de l'acquisition de Whiterock REIT pour 1,4 milliard de dollars.

<sup>1</sup> Des modifications sont actuellement proposées à la *Loi de l'impôt sur le revenu* qui, si elles sont adoptées, auront notamment pour effet de réduire le seuil de 95 % à 90 %.



La croissance des FPI, autant d'un point de vue individuel que collectif, a également entraîné leur inclusion dans les indices suivant les rendements boursiers, ainsi que la création d'indices suivant le rendement des FPI canadiens. L'inclusion dans les indices boursiers et la création d'indices de FPI ont mené à l'acquisition de parts de FPI par les fonds indiciels.

Le secteur des FPI a commencé l'année sur le même rythme effréné de croissance qu'en 2011 et n'a pas montré de signe notable d'essoufflement, terminant l'année avec une série de transactions, de PAPE et de placements subséquents. Ce fut une année déterminante pour les FPI, dont les acquisitions survenues pendant l'année, surtout celles réalisées par des FPI à grande capitalisation comme Dundee REIT, H&R REIT, le Fonds de placement immobilier RioCan et d'autres comme Kingsett Capital, ont bien montré la maturité du secteur des FPI, en plus de prouver à la communauté des investisseurs que les FPI peuvent légitimement concurrencer d'autres grands investisseurs tels les caisses de retraite, les investisseurs institutionnels et les fonds souverains.

L'année 2012 a débuté avec la lutte qui a opposé le Fonds de placement immobilier Cominar (Cominar) au Fonds de placement immobilier Canmarc (Canmarc), après que Cominar eut lancé une offre hostile contre Canmarc, à laquelle Canmarc a répondu en mettant en place un régime de droits des actionnaires. Au terme de longues négociations, les parties se sont entendues en janvier pour annoncer une prise de contrôle amicale, Cominar ayant accepté de majorer son offre de 8 % pour atteindre un peu plus de 900 millions de dollars. L'acquisition de Canmarc a porté la base d'actifs de Cominar à plus de 30 millions de pieds carrés, soit une augmentation de près de 50 %, en plus de renforcer sa position dominante au Québec. Osler a représenté Canmarc.

L'année 2012 s'est terminée avec la plus grande prise de contrôle de FPI jamais réalisée, avec un consortium dirigé par Kingsett Capital (Kingsett), qui a fait une offre non sollicitée de 4,4 milliards de dollars visant Primaris Retail REIT (Primaris). Des équipes d'Osler représentent à la fois Kingsett et un membre du consortium qui a accepté d'acquérir certaines parties du portefeuille de Primaris auprès de Kingsett.

De son côté, Dundee REIT a passé l'année 2012 à transformer son portefeuille d'immeubles de bureaux et de biens industriels en un portefeuille constitué exclusivement d'immeubles de bureaux, accroissant particulièrement sa présence dans la région du Grand Toronto.

Au début du mois de mars, Dundee REIT a acquis Whiterock REIT pour quelque 600 millions de dollars, ce qui l'a propulsée au rang des plus grands FPI du Canada. Quelques mois plus tard, Dundee et son partenaire H&R REIT battaient les offres concurrentes de caisses de retraite, d'investisseurs institutionnels et de fonds souverains et mettaient la main sur le complexe Scotia Plaza, situé au cœur du quartier financier de Toronto, pour la somme de 1,266 milliards de dollars. Par la suite, Dundee REIT a procédé à la vente, au début octobre, de plus de la moitié de sa participation dans son portefeuille industriel à un nouveau FPI industriel coté en bourse et a poursuivi le développement de ce FPI en réalisant une importante acquisition au début décembre. En l'espace de seulement dix mois, Dundee REIT est devenue l'un des FPI les plus influentes au Canada, et la Fiducie de placement immobilier industriel Dundee constitue désormais un FPI dominant dans le segment industriel. Osler a représenté Dundee dans l'ensemble de ces transactions.



Dans une autre transaction importante, Chartwell Seniors Housing REIT (Chartwell) et Health Care REIT (HCN) des États-Unis ont uni leurs efforts en vue d'acquérir 39 établissements pour la somme de 850 millions de dollars, faisant de Chartwell le plus important propriétaire et exploitant de résidences pour personnes âgées au Canada.

COLLABORATEURS

Le phénomène des FPI américains faisant alliance avec des FPI canadiens ne s'est pas limité à la transaction Chartwell/HCN. En 2012, Calloway REIT et Simon Properties Group ont annoncé la création d'une nouvelle coentreprise en vue de développer et d'exploiter un centre de grande surface au Québec, en plus d'annoncer le début des travaux de construction d'un centre de grande surface en Ontario que les deux sociétés développent ensemble.

Les placements de titres de participation et de créance se sont également succédé tout au long de l'année. Jusqu'à la mi-novembre, il y a eu pour plus de 5,6 milliards de dollars de placements de titres de participation<sup>2</sup>, et pour plus de 2,5 milliards de dollars de titres de créance. Cela représentait une proportion extraordinaire de 14,3 % du total des capitaux propres recueillis par les entreprises inscrites à la cote de la TSX, et Osler a pris part à 25 % de ces placements. Et même si le marché général des PAPE inscrits à la cote de la TSX s'est effrité en 2012, les PAPE liés à l'immobilier ont représenté cinq des huit PAPE réalisés à la TSX jusqu'à la fin novembre (abstraction faite des produits structurés).

### Perspectives pour 2013

L'activité soutenue des FPI et de l'immobilier devrait se poursuivre en 2013. Malgré leurs hauts niveaux d'activité en 2012, les FPI sont généralement restés fidèles à des principes de placement prudents en maintenant de solides bilans et de niveau bas d'endettement. Par conséquent, très peu de FPI ont connu des problèmes de liquidité ou de maintien de leurs distributions, même pendant la période pénible de 2008-2009. Les FPI canadiens sont donc en excellente position pour faire face au climat économique incertain.

Si les taux d'intérêt restent bas et la reprise économique mondiale demeure hésitante, les FPI devraient demeurer une option de choix pour les investisseurs en quête de rendements réguliers. La demande forte et constante des investisseurs pour des rendements plus élevés devrait donner aux FPI un accès continu à des capitaux à faible coût, permettre de nouvelles acquisitions de biens immobiliers et favoriser une intensification de l'activité de fusions et acquisitions dans le secteur canadien des FPI. Les cours élevés des FPI attireront sans doute aussi d'autres PAPE de FPI sur le marché, les propriétaires et les gestionnaires de portefeuilles immobiliers cherchant à profiter de valorisations plus élevées. Nous devrions également assister à un recours accru aux marchés financiers canadiens pour financer des biens immobiliers situés à l'extérieur du Canada.

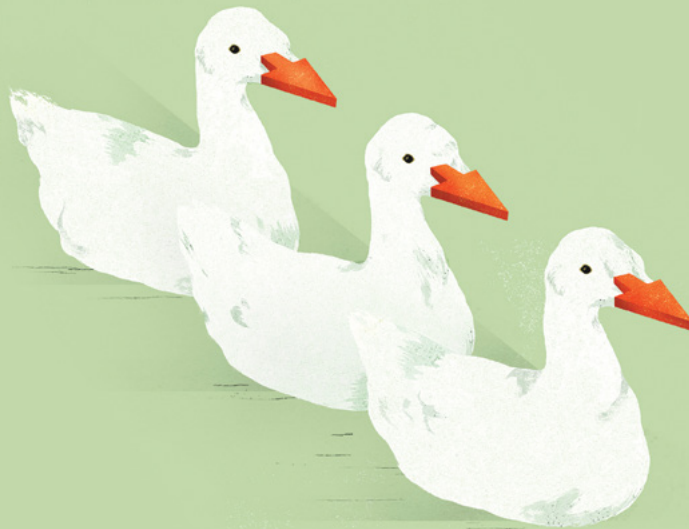
<sup>2</sup> Les « placements de titres de participation » comprennent les PAPE, les placements sur le marché secondaire et les émissions de débiteures convertibles, mais excluent les placements de produits structurés (bien qu'un certain nombre de placements de produits structurés étaient axés sur l'immobilier).

## Faits nouveaux en matière de gouvernance d'entreprise au Canada en 2012

06

par Andrew MacDougall, Mark Trachuk et Mark Gelowitz

En 2012, la Bourse de Toronto (TSX) a révisé ses pratiques en matière d'élection des administrateurs, exigeant que les émetteurs inscrits élisent tous les administrateurs une fois l'an, interdisant les scrutins de liste, obligeant les émetteurs qui n'ont pas adopté de politique sur le vote majoritaire pour l'élection des administrateurs à expliquer pourquoi ils ne l'ont pas fait et proposant que tous les émetteurs inscrits se dotent d'une telle politique.







Pendant ce temps, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) ont réagi aux lacunes perçues à l'égard de la gouvernance des sociétés canadiennes cotées en bourse actives sur les marchés émergents en diffusant les résultats d'un examen des pratiques de certaines de ces sociétés et, plus tard dans l'année, en publiant des orientations à l'intention de ces sociétés et de leur conseil. Vers la fin de l'année, des règles définitives étaient publiées en vue de mettre en œuvre un mécanisme de notification et d'accès remplaçant la transmission sur papier des documents de sollicitation de procurations aux actionnaires. La rémunération s'est retrouvée au centre des discussions des actionnaires, et l'appui au vote consultatif des actionnaires (« Say on Pay ») n'a que légèrement diminué, bien que quelques émetteurs aient reçu un appui inférieur à 70 %. La diversité et la surveillance des risques ont été des thèmes importants au sein des conseils d'administration, tout comme l'activisme actionnarial (dont il est question ailleurs dans ce Bulletin Marché des capitaux). De leur côté, les conseils de sociétés à but non lucratif ont commencé à se préparer à la transition vers les nouvelles lois fédérales et provinciales sur les sociétés à but non lucratif. Voici un aperçu de ces divers événements survenus en 2012.

### Élection des administrateurs pour les émetteurs inscrits à la TSX

Devançant les autres administrations ailleurs dans le monde, la TSX a annoncé des modifications à ses normes d'inscription (en vigueur le 31 décembre 2012), qui interdisent l'échelonnement des mandats des conseils d'administration et les votes à l'égard d'une liste de candidats, en exigeant que les émetteurs fassent élire leurs administrateurs une fois l'an et de façon individuelle. La TSX estime que ces modifications accroîtront l'imputabilité des administrateurs et permettront de saisir le niveau d'appui accordé à chacun d'eux.

Les nouvelles exigences d'élection annuelle des administrateurs s'appliquent uniquement lorsque les titres inscrits à la cote donnent le droit de voter pour des administrateurs. Les entités à financement structuré, les sociétés en commandite et les autres émetteurs qui n'ont inscrit à la cote que des titres sans droit de vote ne seront pas touchés par ces modifications. Si l'approbation des porteurs de titres est requise pour modifier l'acte constitutif de l'émetteur inscrit afin de permettre l'élection annuelle des administrateurs, l'émetteur inscrit doit faire approuver les modifications lors de son assemblée annuelle en 2013. Si les porteurs de titres rejettent les modifications à cette occasion, l'exigence d'élection annuelle des administrateurs ne s'appliquera pas à l'émetteur, mais ce dernier devra par la suite demander l'approbation des porteurs de titres afin de permettre l'élection annuelle des administrateurs au moins une fois tous les trois ans par la suite.

Devançant les autres administrations ailleurs dans le monde, la TSX a annoncé des modifications à ses normes d'inscription, qui :

- interdiront l'échelonnement des mandats des conseils d'administration en exigeant que les émetteurs fassent élire leurs administrateurs une fois l'an;
- interdiront le vote à l'égard d'une liste de candidats d'administrateurs en exigeant que le vote soit fait de façon individuelle.

Face aux préoccupations grandissantes soulevées par certains émetteurs inscrits aux bourses canadiennes qui exercent d'importantes activités commerciales sur les marchés émergents, la CVMO a publié les résultats de son examen des émetteurs actifs sur les marchés émergents, où elle fait ressortir quatre sujets de préoccupation :

- les pratiques de gouvernance des sociétés;
- les structures des sociétés;
- les opérations entre des parties liées;
- la gestion des risques et les contrôles internes.





En vertu des lois canadiennes sur les valeurs mobilières, les émetteurs assujettis qui ne sont pas des émetteurs émergents sont tenus de déposer sur SEDAR, sans délai après chaque assemblée des porteurs de titres, les résultats de tout vote tenu et, dans le cas d'un vote à l'égard d'une liste de candidats, le nombre ou le pourcentage de voix « en faveur » et celui « contre » ou le nombre d'abstentions. La TSX exige maintenant que les émetteurs rendent publique, par communiqué de presse, la partie de ce rapport qui concerne l'élection des administrateurs.

Selon les modifications apportées par la TSX, les émetteurs inscrits sont tenus de divulguer dans leur circulaire de sollicitation de procurations, relativement à toute assemblée des actionnaires au cours de laquelle des administrateurs doivent être élus, s'ils ont adopté une politique sur le vote majoritaire lors d'assemblées sans opposition. La TSX ne précise ni le format de toute politique de vote majoritaire, et ne définit pas ce qu'est une politique de vote majoritaire. Toutefois, si les titres d'un émetteur qui sont inscrits à la cote permettent de voter à l'égard de l'élection d'administrateurs et que l'émetteur n'a pas adopté de politique sur le vote majoritaire, il doit expliquer dans la circulaire pourquoi il ne l'a pas fait et décrire ses pratiques en matière d'élection des administrateurs. Il doit également informer la TSX, après chaque élection d'administrateurs, si un administrateur a reçu une majorité « d'abstentions ».

La TSX a également annoncé des modifications proposées qui exigeraient que tous les émetteurs inscrits adoptent le vote majoritaire pour l'élection de leurs administrateurs lors des assemblées annuelles. Les émetteurs inscrits auraient également la possibilité d'adopter une politique sur le vote majoritaire selon laquelle : 1) si un candidat au poste d'administrateur reçoit une majorité « d'abstentions », le candidat en question doit présenter sa démission, sous réserve de son acceptation par le conseil, et 2) le conseil doit étudier la demande de démission et annoncer publiquement sa décision et les raisons qui l'ont motivée, par communiqué de presse, dans les 90 jours. De plus, la TSX propose que, lorsque les administrateurs sont élus lors d'une assemblée par un vote à main levée, le communiqué de presse annonçant les résultats de l'élection doit aussi préciser le nombre de droits de vote exercés par procuration en faveur de chaque administrateur et le nombre d'abstentions.

### Examen des émetteurs actifs sur les marchés émergents

Face aux préoccupations grandissantes soulevées par les émetteurs inscrits aux bourses canadiennes qui exercent d'importantes activités commerciales sur les marchés émergents, notamment en Chine, et qui transigent et mobilisent des capitaux sur les marchés financiers canadiens, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (CVMO) a entrepris un examen en 2011. En mars 2012, la CVMO a publié les résultats de cet examen dans l'avis 51-719 du personnel, *Examen des émetteurs actifs sur les marchés émergents*. L'organisme a relevé quatre sujets de préoccupation en ce qui a trait aux émetteurs actifs sur les marchés émergents inscrits aux bourses canadiennes :

- Pratiques de gouvernance des sociétés – La CVMO s'est dite préoccupée par le degré d'engagement démontré par les conseils et les comités de vérification à l'égard de la surveillance de la direction, ainsi que par la responsabilité liée à la gouvernance d'un émetteur actif sur les marchés émergents ayant des investisseurs publics. La CVMO était également préoccupée par le niveau de connaissance des conseils et des comités de vérification relativement aux pratiques culturelles et commerciales en vigueur dans les marchés émergents où les émetteurs évoluent.



- Structures des sociétés – Selon la CVMO, le recours à des structures de sociétés complexes ne serait ni efficace ni nécessaire pour soutenir le modèle d'affaires sous-jacent de l'émetteur actif sur les marchés émergents. La qualité des contrôles en place pour gérer les risques découlant de la complexité de la structure est également préoccupante.
- Opérations entre des parties liées – La CVMO était préoccupée par l'ampleur et la fréquence des opérations entre des parties liées, de même que par la qualité des processus en place dans les équipes de direction et les conseils pour repérer et approuver ces opérations. L'examen des émetteurs actifs sur les marchés émergents de la CVMO a également révélé des lacunes en ce qui concerne l'exhaustivité et la précision des informations à fournir sur les parties liées.
- Gestion des risques et contrôles internes – La CVMO a indiqué qu'il arrivait souvent que les conseils négligent des risques ou qu'ils les comprennent mal ou ne les gèrent pas de façon appropriée. L'organisme a également constaté que la divulgation des risques par les émetteurs n'était pas aussi précise ou pertinente qu'elle devrait l'être pour assurer la protection des investisseurs.

L'examen des émetteurs actifs sur les marchés émergents a donné lieu à de nombreuses recommandations comprenant l'élaboration de directives et de pratiques exemplaires et l'exercice d'une vigilance accrue, afin de favoriser la conformité aux exigences canadiennes en matière de gouvernance et de divulgation.

À la suite de l'examen des émetteurs actifs sur les marchés émergents, la CVMO a publié en septembre 2012 un guide destiné aux émetteurs actifs sur les marchés émergents (l'« avis 51-720 du personnel ») pour les compagnies qui mènent des activités sur des marchés émergents (le « guide »). Ce document visait à établir des directives particulières pour aider les conseils à répondre aux attentes des organismes de réglementation et des investisseurs sur les marchés financiers de l'Ontario, ainsi qu'à aider les émetteurs et leurs administrateurs et la haute direction à améliorer les pratiques de gouvernance et de divulgation, compte tenu des défis particuliers auxquels ils sont confrontés.

En publiant ce guide, la CVMO poursuivait plus particulièrement les objectifs suivants :

- souligner, à l'intention des émetteurs actifs sur les marchés émergents et de leurs administrateurs et hauts dirigeants, les domaines de risque potentiel et les situations alarmantes pouvant exiger un examen plus approfondi;
- présenter les questions que devraient prendre en considération les administrateurs et la haute direction des émetteurs actifs sur les marchés émergents au moment de déterminer comment gérer les risques liés à l'exercice d'activités sur un marché émergent;
- préciser les attentes de la CVMO en matière de conformité aux exigences actuelles de divulgation.

Dans le guide, la CVMO reconnaît que les membres des conseils d'administration des émetteurs actifs sur les marchés émergents pourraient devoir surmonter une courbe d'apprentissage plus abrupte afin de comprendre le contexte commercial et opérationnel des marchés émergents. Néanmoins, la CVMO indique clairement que tous les membres des conseils d'administration des émetteurs assujettis canadiens, peu importe où ils se trouvent et où se déroulent leurs activités commerciales, doivent respecter les exigences réglementaires canadiennes.



Le rapport et le guide sur les marchés émergents fournissent des orientations utiles sur les normes que la CVMO s'attend à voir respecter par les émetteurs actifs sur les marchés émergents et leur conseil<sup>1</sup>.

### Procédures de notification et d'accès

Les émetteurs assujettis autres que les fonds d'investissement pourront respecter les exigences en vertu des lois canadiennes sur les valeurs mobilières relatives à la transmission des documents à leurs porteurs de titres et à la sollicitation de leurs directives de vote au moyen d'un nouveau mécanisme de notification et d'accès en vue des assemblées tenues à compter du 1<sup>er</sup> mars 2013, conformément aux modifications publiées en novembre 2012 au *Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue* et au *Règlement 54-101 sur la communication avec les propriétaires véritables des titres d'un émetteur assujetti*, ainsi qu'aux politiques complémentaires. Les dissidents et autres parties qui sollicitent des procurations pourront également se prévaloir des procédures de notification et d'accès pour se conformer aux exigences de sollicitation de procurations.

En vertu de ces nouvelles procédures de notification et d'accès, les émetteurs n'auront plus à transmettre de copies papier de leur circulaire de sollicitation de procurations et de leurs états financiers annuels aux porteurs de titres. Ces derniers recevront plutôt un formulaire de procuration ou de directives de vote, accompagné d'un avis d'assemblée décrivant brièvement les sujets qui seront soumis au vote et la marche à suivre pour accéder aux documents de sollicitation de procurations sur support électronique (ou pour demander une copie papier de ces documents) et transmettre leurs directives de vote.

Les émetteurs assujettis peuvent avoir recours à des envois par la poste par catégorie et inclure une copie papier de la circulaire de sollicitation de procurations dans les trousseaux d'avis envoyées à certaines catégories de porteur de titres. Les émetteurs assujettis peuvent également intégrer dans les trousseaux d'avis des copies des états financiers annuels à faire approuver lors de l'assemblée, ainsi que le rapport de gestion associé.

Les émetteurs assujettis qui ont une catégorie de titres inscrits aux termes de l'article 12 de la loi intitulée *Securities Exchange Act of 1934* des États-Unis qui sont tenus de déposer des rapports en vertu du paragraphe 15(d) de cette loi, qui ne sont pas inscrits ou qui doivent être inscrits à titre de sociétés d'investissement en vertu de la loi intitulée *Investment Company Act of 1940* des États-Unis et qui doivent se conformer aux règles américaines sur les procurations (ce qui ne comprend pas les émetteurs canadiens qui sont des « émetteurs privés étrangers » en vertu des lois américaines sur les valeurs mobilières) ont le droit d'appliquer les procédures de notification et d'accès américaines plutôt que de respecter les exigences de sollicitation de procurations en vertu des lois canadiennes sur les valeurs mobilières.

Bien que les lois canadiennes sur les valeurs mobilières prévoient un mécanisme de notification et d'accès, l'acte constitutif de l'émetteur, la loi applicable ou d'autres lois peuvent limiter la capacité d'un émetteur de se prévaloir de cette option. Pour ceux qui pourront les appliquer, les procédures de notification et d'accès devraient entraîner une diminution importante de la quantité de documents imprimés et mis à la poste et faire baisser les coûts liés à la tenue d'un vote des actionnaires.

<sup>1</sup> La TSX et TSX-V ont également publié pour commentaires un document de consultation conjoint sur les émetteurs actifs sur les marchés émergents.



## Rémunération des membres de la haute direction

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières ont adopté des modifications au formulaire 51-102F6 – *Déclaration de la rémunération de la haute direction* en vertu du *Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue*, qui mettent en œuvre certaines modifications aux exigences de divulgation de la rémunération des dirigeants pour les exercices se terminant à compter du 31 octobre 2011. Entre autres choses, les modifications limitent les cas où les sociétés peuvent omettre la déclaration des objectifs de rendement et exigent de l'information supplémentaire concernant i) l'expérience des membres du comité de rémunération relativement à leur rôle au sein du comité, ii) les risques associés aux pratiques de rémunération de la société, iii) les modifications importantes à apporter aux politiques de rémunération de la société au cours de la prochaine année, iv) la possibilité que les membres de la haute direction ou les administrateurs couvrent leurs actions de la société, et v) les honoraires versés à un conseiller en rémunération indépendant et si l'approbation préalable des administrateurs doit être obtenue avant que le conseiller puisse offrir d'autres services à la société.

Étant donné la nature normative de ces exigences, les émetteurs assujettis se sont efforcés de fournir des informations pertinentes aux porteurs de titres. Cette année, de nombreux émetteurs ont adopté comme pratique la préparation d'un rapport complémentaire ou d'une lettre du comité de rémunération ou de son président visant à fournir un sommaire précis et de haut niveau sur les pratiques de rémunération de l'émetteur assujetti.

Le nombre de sociétés canadiennes qui soumettent volontairement la rémunération de leurs dirigeants au vote de leurs actionnaires (say on pay) a continué d'augmenter en 2012, plus de 99 émetteurs canadiens tenant maintenant des votes consultatifs, d'après la Shareholder Association for Research and Education. En 2012, quatre émetteurs ont récolté un appui de moins de 70 % lors de leur vote consultatif sur la rémunération, ce qui veut dire que l'Institutional Shareholder Services (ISS) fera vraisemblablement enquête l'an prochain sur la réponse de ces sociétés au vote, à savoir si les problèmes qui sous-tendent les résultats du vote sont récurrents ou isolés et les questions entourant la structure de propriété de la société avant que l'ISS formule ses recommandations.

Les émetteurs canadiens étudient également les modifications aux normes d'inscription proposées par la Bourse de New York et la Nasdaq en ce qui concerne les facteurs à considérer pour évaluer l'indépendance des membres de comités de rémunération et la responsabilité qui incombe à ces comités de s'assurer de l'indépendance des conseillers en rémunération qui les conseillent, puisque ces modifications devraient entrer en vigueur au début de 2013.

## Sujets d'actualité au sein des conseils d'administration : diversité et surveillance des risques

Les femmes, les minorités visibles, les personnes handicapées et les Autochtones continuent d'être sous-représentés dans les conseils d'administration de sociétés canadiennes. En décembre 2011, l'Institut des administrateurs de sociétés a publié une déclaration de principes témoignant d'un fort appui à une plus grande diversité au sein des conseils d'administration de sociétés canadiennes et prônant l'adoption de politiques officielles sur la diversité inspirées des pratiques en vigueur au Royaume-Uni et en Australie.



En réponse aux demandes de divulgation accrue entourant la surveillance des risques par les conseils dans le secteur financier et les pratiques de rémunération des membres de la haute direction, les conseils d'administration songent à des moyens d'améliorer le processus de détermination et de gestion des principaux risques d'affaires, en évaluant les liens entre ces risques et en précisant la tolérance au risque des sociétés. En juillet 2012, l'Institut canadien des comptables agréés a publié un cadre de référence intitulé « *Un cadre de surveillance des risques à l'intention des conseils d'administration* » décrivant un processus en neuf étapes pour aider les administrateurs à mieux identifier les risques cruciaux et à mieux répondre à ces risques, à comprendre les liens entre les différents risques et leur effet multiplicateur et à établir des niveaux appropriés pour la tolérance au risque de l'émetteur.

COLLABORATEURS

### Nouvelles lois fédérale et ontarienne sur les organisations à but non lucratif

Une *Loi canadienne sur les organisations à but non lucratif* (la « nouvelle loi fédérale ») est entrée en vigueur le 17 octobre 2011. La nouvelle loi fédérale offre aux organisations à but non lucratif de régime fédéral un nouvel ensemble de règles modernes, souples et qui répondent mieux aux besoins du secteur à but non lucratif actuel, en plus de répondre au besoin urgent de modernisation de la gouvernance d'entreprise dans ce secteur. La loi précédente n'avait pas été révisée depuis 1919. La nouvelle loi fédérale prévoit une période de transition de trois ans se terminant le 17 octobre 2014 pendant laquelle les organisations à but non lucratif devront préparer de nouveaux statuts et règlements administratifs et obtenir l'adhésion de leurs membres. De nombreuses organisations à but non lucratif de régime fédéral ont amorcé le processus de transition en 2012.

La nouvelle loi fédérale s'inspire fortement de la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* (LCSA) et actualise bon nombre des devoirs des administrateurs d'organisations à but non lucratif, ce qui les rend désormais conformes à la LCSA. À titre d'exemple, les administrateurs d'organisations à but non lucratif sont tenus d'agir avec intégrité et de bonne foi, au mieux des intérêts de l'organisation, ainsi qu'avec le soin, la diligence et la compétence dont ferait preuve une personne prudente. Les administrateurs d'organisations à but non lucratif auront également désormais la possibilité d'adopter des résolutions écrites unanimes plutôt que de tenir une assemblée.

L'Ontario a elle aussi actualisé sa loi sur les organisations à but non lucratif; la nouvelle *Loi de 2010 sur les organisations sans but lucratif* de l'Ontario (la « nouvelle loi ontarienne ») a reçu l'assentiment royal le 25 octobre 2010 et devrait entrer en vigueur le 1<sup>er</sup> juillet 2013. À l'instar de la nouvelle loi fédérale, la nouvelle loi ontarienne vise à moderniser la loi actuelle sur les organisations à but non lucratif et à l'harmoniser avec la loi sur les organisations à but lucratif. La nouvelle loi ontarienne prévoit une période de transition de trois ans pendant laquelle les organisations à but non lucratif ontariennes devront préparer de nouveaux statuts et règlements administratifs et obtenir l'approbation de leurs membres.

# Le Québec fait bande à part dans le domaine des fusions et acquisitions

07

par Robert Yalden et Shahir Guindi

Le Québec a de nouveau fait preuve d'une remarquable capacité à surprendre. Alors que le nombre de fusions et acquisitions reculait dans de nombreuses régions de l'Amérique du Nord, il a plutôt augmenté au Québec en 2012, plus qu'au cours des dernières années, faisant de la province l'une des régions les plus occupées de la scène canadienne des fusions et acquisitions. À la fin de l'année, le gouvernement provincial songeait sérieusement à modifier sa législation sur les sociétés pour répondre aux préoccupations liées aux offres publiques d'achat par des sociétés étrangères visant certains fleurons de l'économie de la province, malgré le fait que les sociétés québécoises manifestent elles-mêmes un intérêt croissant pour l'expansion internationale.





Les fusions et acquisitions hostiles ont joué un rôle important dans cet état de choses. Au début de 2012, deux sociétés québécoises, le Fonds de placement immobilier Canmarc (Canmarc) et Fibrek Inc. (Fibrek), avaient adopté depuis peu des régimes de droits d'actionnaires supplémentaires (qui allaient au-delà des régimes de droits d'actionnaires existants) pour traiter avec des actionnaires qui avaient pris une position importante dans le contexte de la présentation d'offres publiques d'achat non sollicitées. Bien que le Fonds de placement immobilier Cominar et Canmarc ont ultimement convenu de fusionner (avant que soit entendue la contestation de Cominar à l'égard du régime de droits des actionnaires de Canmarc), il aura fallu plusieurs rondes avant que Produits forestiers Résolu Inc. (Résolu) parvienne à écarter le régime de droits des actionnaires de Fibrek. Résolu a d'abord réussi à faire invalider le régime de droits des actionnaires et l'émission proposée de bons de souscription spéciaux de Fibrek à un chevalier blanc (Mercer International Inc.) avec qui Fibrek se proposait de conclure une entente amicale. S'ils avaient été exercés, les bons de souscription spéciaux auraient entraîné une dilution importante de la position majoritaire que Résolu aurait autrement contrôlée grâce aux conventions de blocage irrévocables conclues avec trois grands actionnaires de Fibrek. La décision du Bureau de décision et de révision du Québec, le tribunal spécialisé en valeurs mobilières au Québec, d'invalider le régime de droits des actionnaires de Fibrek et de mettre fin à l'émission de bons de souscription spéciaux a cependant été renversée par la Cour du Québec, pour ensuite être rétablie par la Cour d'appel du Québec. Après avoir été confrontée pendant des mois à l'une des stratégies de défense les plus vigoureuses observée depuis longtemps au Canada, Résolu est ultimement parvenue à acquérir un contrôle suffisant de Fibrek afin de réaliser un arrangement de deuxième étape.

Dans une série de rebondissements tout aussi inattendus, la chaîne de quincailleries Rona Inc. (Rona) (l'un des principaux employeurs au Québec) a fait face à des pressions croissantes de la part de certains de ses actionnaires après avoir rejeté une offre d'achat non officielle de Lowe's Cos. Inc. (Lowe's) plus tôt cette année. L'annonce de résultats financiers décevants a été suivie par le départ du PDG de Rona et la tentative d'Invesco Canada Ltée, un des principaux actionnaires institutionnels canadiens de Rona, de lancer une course aux procurations afin de remplacer le conseil. D'autres actionnaires institutionnels exprimant leur impatience, la situation chez Rona a présenté les signes classiques d'une entreprise au cœur de la tourmente. De plus, la proposition de Lowe's avait soulevé une tempête politique pendant des élections provinciales qui se sont soldées, en septembre, par l'arrivée au pouvoir d'un nouveau gouvernement nationaliste minoritaire. À tel point que le ministre des Finances du Parti québécois indiquait, à la fin de novembre, que le gouvernement provincial envisageait sérieusement d'adopter une loi (inspirée de celles en vigueur dans certains États américains) donnant aux conseils d'administration de sociétés constituées au Québec plus de pouvoir pour repousser les offres hostiles.

---

**OSLER A REPRÉSENTÉ LES CLIENTS  
SUIVANTS EN 2012 :**

**Gaz Métro Inc., relativement à  
l'acquisition de Central Vermont  
Public Service Corporation pour  
700 millions de dollars.**

**La Bourse de Toronto, dans le cadre  
des audiences de Fibrek Inc.**

**Miranda Technologies, dans le cadre  
de son acquisition par Belden Inc.  
pour la somme de  
345 millions de dollars.**

**Fiera Sceptre Inc., dans le cadre  
de son acquisition, auprès de la  
Banque Nationale du Canada, des  
actifs de Gestion de portefeuille  
Natcan Inc. pour la somme de  
309,5 millions de dollars.**

**WSP Group PLC, dans le cadre de  
son acquisition par GENIVAR Inc.  
pour 442 millions de dollars.**

**Le Fonds de placement immobilier  
CANMARC, dans le cadre de  
l'offre publique d'achat faite par  
le Fonds de placement immobilier  
Cominar pour la somme de  
900 millions de dollars.**





À cela s'est ajoutée une importante acquisition amicale « faite au Québec » qui s'est rapidement heurtée à des difficultés réglementaires. En mars, BCE Inc. a annoncé l'acquisition potentielle d'Astral Media Inc., une importante société de médias, pour 3,4 milliards de dollars, ce qui a déclenché une réplique féroce des concurrents dans le secteur de la radiodiffusion (notamment de la compagnie québécoise Vidéotron). À la surprise de beaucoup d'observateurs, le CRTC (l'organisme de réglementation du secteur) a d'abord opposé son veto à l'opération, laquelle a refait surface sous une autre forme en novembre. Il reste à voir si la transaction résistera à une deuxième phase d'examen réglementaire, même si les parties ont de toute évidence modifié la transaction de sorte à disposer des actifs qui pourraient devoir être vendus pour obtenir l'approbation réglementaire.

COLLABORATEURS

L'activité dans la province est loin de s'être limitée aux acquisitions de sociétés québécoises. Un grand nombre de transactions importantes ont mis en évidence les ambitions internationales croissantes de grandes entreprises québécoises. En juin, Alimentation Couche-Tard Inc., le plus important exploitant de dépanneurs au Québec, faisait l'acquisition de Statoil Fuel & Retail ASA, première chaîne de dépanneurs et de stations-service en importance en Scandinavie, dans une transaction évaluée à 2,8 milliards de dollars américains. En juillet, Gaz Métro Inc. réalisait l'acquisition, pour 700 millions de dollars américains, de Central Vermont Public Service Corporation, premier distributeur d'électricité au Vermont. En août, le Groupe CGI Inc., fournisseur québécois de services en TI et de processus d'affaires d'envergure internationale, mettait la main sur Logica plc, importante société européenne de services de gestion et de technologie, dans une transaction évaluée à 2,7 milliards de dollars, qui a plus que doublé les effectifs de CGI, qui se chiffrent maintenant à 72 000 professionnels.

Le marché intermédiaire des fusions et acquisitions était tout aussi actif. Les opérations notables conclues dans le secteur de la technologie comprennent l'acquisition, en juin, de la société montréalaise Technologies Miranda (« Miranda ») par Belden Inc., pour un montant de 345 millions de dollars, après que Miranda a été l'objet de nombreuses propositions et a eu à composer avec l'agitation causée par la menace de plus en plus sérieuse d'un fonds spéculatif américain de convoquer une assemblée dans le but de remplacer les membres du conseil d'administration. Nous soulignons également l'acquisition de WSP Group PLC, cabinet londonien de services professionnels, par GENIVAR Inc., cabinet montréalais de services professionnels, dans une transaction évaluée à 442 millions de dollars, ainsi que l'acquisition, en septembre, de 20/20 Technologies Inc., leader québécois de la conception assistée par ordinateur et des logiciels de gestion et de fabrication pour les entreprises de design intérieur et de meubles, par la société de capital-investissement Vector Capital, dans une transaction évaluée à 77 millions de dollars.

Bref, le Québec a occupé le haut du pavé dans le domaine des fusions et acquisitions en 2012. Certes, le fait que le ministre des Finances ait laissé planer, vers la fin de l'année, la possibilité de modifier la législation québécoise sur les sociétés en s'inspirant de lois américaines similaires rappelle aux investisseurs dans le marché la nécessité de comprendre la réalité politique distincte du Québec. Toutefois, le nombre et l'ampleur des activités en 2012 indiquent que le Québec demeure partie intégrante du paysage canadien des fusions et acquisitions.

Osler est fier d'avoir joué un rôle de premier plan dans un bon nombre de ces transactions, dont Gaz Métro, Miranda, Vector, WSP Group, le prêteur au Groupe CGI et les organismes de réglementation dans l'affaire Fibrek, entre autres.



## Exploitation du GNL au Canada : évolution du secteur gazier

08

par Janice Buckingham et Gord Nettleton

L'exportation de gaz naturel liquéfié (GNL) a fait une percée au Canada en 2012. Cinq projets sont en élaboration sur la côte pacifique, en Colombie-Britannique. Chacun en est à un stade différent et chemine à son rythme vers une étude de faisabilité. Les conditions de marché et les modifications apportées récemment aux lignes directrices d'Investissement Canada sur les sociétés d'État continueront d'influencer l'essor de ce secteur en 2013.





## La course est lancée, mais la ligne d'arrivée a-t-elle bougé?

Mené par Apache, le projet de terminal de GNL à Kitimat peut compter sur d'importantes réserves du secteur en amont, un tracé de pipeline et l'appui des intervenants locaux. Il a également obtenu l'approbation sur le plan environnemental, ainsi que le permis d'exportation de l'Office national de l'énergie (ONÉ), et en est à parachever ses accords de commercialisation. Le projet de GNL de la société néerlandaise Royal Dutch Shell (également situé à Kitimat) semble avoir conclu des accords de commercialisation au moyen d'une coentreprise avec CNPC, Kogas et Mitsubishi et a annoncé un tracé de pipeline avec TransCanada Pipelines, mais doit encore obtenir l'appui des intervenants locaux, l'approbation sur le plan environnemental et le permis d'exportation de l'ONÉ. Forte de son emplacement à l'île Lelu, près de Prince Rupert, de ses réserves importantes dans la région de Montney et de sa prise de contrôle récente par Petronas (chef de file mondial dans le secteur du GNL), Progress a annoncé la construction d'une usine au coût de 11 milliards de dollars. BG Group a annoncé le tracé de son pipeline conçu en partenariat avec Spectra qui se rendra jusqu'au terminal de GNL proposé sur l'île Ridley, près de Prince Rupert, mais n'a pas fait d'autres annonces. Le cinquième projet, une plateforme flottante de GNL située dans le chenal marin de Douglas, fruit de la collaboration entre LNG Partners et la Nation Haisla, a obtenu son permis d'exportation de l'ONÉ et travaille à l'élaboration d'une solution de rechange pour les petits producteurs qui ne sont pas encore associés à une grande installation d'exportation. ExxonMobil, après sa prise de contrôle de Celtic Exploration annoncée récemment, a également indiqué envisager diverses possibilités.

L'explosion des découvertes de gaz aux États-Unis a accru la concurrence pour le secteur canadien du GNL et fait baisser les prix, à tel point que certains participants du secteur prévoient une convergence des prix du gaz. Le Japon a exprimé le désir que le prix du gaz ne soit plus calculé en fonction du prix du pétrole. L'utilisation des prix du gaz au carrefour réduira le coût des importations de gaz naturel, mais augmentera les pressions sur les promoteurs qui s'appuient sur les prix indexés à ceux du pétrole pour financer les coûts de construction considérables de leurs projets. Dans un contexte où la concurrence nord-américaine est vive pour satisfaire à la demande asiatique, le calendrier nécessaire pour valider les coûts et faire progresser ces projets vers une décision d'investissement finale positive, combiné à un engorgement des projets qui sont situés à proximité les uns des autres, pourrait freiner le développement de ces projets et entraîner le regroupement de certains d'entre eux. Un tel regroupement pourrait d'ailleurs être inévitable si les sociétés d'État réévaluent leurs investissements potentiels à la suite des modifications apportées par le gouvernement fédéral aux règles sur les investissements étrangers directs. Veuillez lire à ce sujet l'article « Investissements asiatiques dans le secteur canadien des ressources en 2012 ».

### OSLER A REPRÉSENTÉ LES CLIENTS SUIVANTS EN 2012 :

**Apache Canada Ltd. et KM LNG  
Operating General Partnership,**  
relativement à toutes les questions  
commerciales et réglementaires liées  
au projet GNL Kitimat et à Pacific Trail  
Pipelines Limited Partnership.



## Le permis d'exportation de l'Office national de l'énergie : un passage obligé pour les exportations vers l'Asie

Aucune exportation de GNL n'est possible sans l'obtention d'un permis d'exportation de l'Office national de l'énergie. Comme les importateurs prennent leurs décisions en se fondant de préférence sur des ententes d'écoulement à long terme répondant à des besoins d'approvisionnement à long terme, les promoteurs ne comptent pas sur les plateformes liquides de gaz pour soutenir leurs investissements, mais demandent plutôt des permis d'exportation, qui peuvent leur être délivrés pour une période maximale de 25 ans, peu importe le volume. L'ONÉ doit déterminer que le projet d'exportation est dans l'intérêt public et que les quantités exportées sont « excédentaires » par rapport aux besoins prévisibles du Canada. En appliquant la méthode axée sur les conditions du marché, l'ONÉ détermine si le gaz destiné à l'exportation est excédentaire par rapport aux besoins raisonnablement prévisibles du Canada. Plusieurs aspects de l'approche traditionnelle de l'ONÉ à l'égard des permis d'exportation ont été remis en question par des projets d'exportation de GNL qui mettent en jeu de nouvelles attentes et exigences du marché, de nouvelles sources d'approvisionnement non conventionnelles et de nouveaux facteurs environnementaux liés aux navires-citernes. Pour trouver un équilibre entre la sensibilité des acheteurs de GNL et la divulgation publique des contrats de ventes à l'exportation, les promoteurs devront démontrer que la divulgation pose un risque injustifié compte tenu des changements des conditions du marché. L'évolution des sources d'approvisionnement de gaz naturel en Amérique du Nord a obligé les producteurs canadiens de gaz naturel à trouver de nouveaux marchés pour continuer d'exploiter leurs réserves, l'exportation de GNL canadien étant alors considérée conforme à l'intérêt public national. Comme certains consommateurs canadiens commencent à acheter du gaz naturel des États-Unis, le principe même selon lequel les consommateurs de gaz canadiens devraient s'approvisionner exclusivement en gaz naturel de source canadienne est ébranlé. En raison de l'imaturité du secteur du gaz de schiste au Canada, les exportateurs et l'ONÉ ont dû s'appuyer sur des estimations de ressources possibles et éventuelles pour démontrer l'adéquation de l'approvisionnement, ce qui tranche avec l'importance accordée normalement par l'ONÉ aux réserves établies.

Avant de rendre une décision sur une demande de permis d'exportation, l'ONÉ tenait habituellement une audience qui permettait à chacune des parties d'exposer ses préoccupations quant aux possibles conséquences négatives du projet d'exportation sur les prix payés par les Canadiens ou les niveaux d'approvisionnement nécessaires pour répondre à leurs besoins énergétiques. Une nouvelle loi fédérale (voir ci-dessous) vient d'éliminer cette obligation. L'ONÉ a donc dû réévaluer sa méthode axée sur les conditions du marché et examiner si d'autres facteurs peuvent être considérés pour s'assurer que les exportations de gaz à long terme en provenance du Canada n'auront pas d'incidence défavorable sur les besoins d'approvisionnement nationaux. Nous croyons que cela est probable, car cela reflète les réalités actuelles du marché. Le marché gazier canadien est entièrement intégré au marché nord-américain. L'exploitation des réserves de gaz de schiste américaines situées à proximité des marchés de consommation du gaz canadien, jumelée à la vitalité du marché gazier nord-américain, fournit une nouvelle source d'approvisionnement importante et concurrentielle pouvant servir à combler les besoins d'approvisionnement canadiens. À la lumière de cette évolution, l'élimination de l'obligation de tenir une audience pour obtenir un permis d'exportation, combinée au réexamen de la méthode axée sur les conditions du marché de l'ONÉ, constitue un pas important vers la réduction des risques liés à la réglementation et des conditions à remplir pour obtenir un permis à long terme.



## Incidence des récentes modifications législatives fédérales sur le secteur du GNL en émergence du Canada

Nous sommes d'avis que les modifications fondamentales résultant de l'adoption du projet de loi C-38 (le récent budget du gouvernement fédéral) auront une incidence très positive sur le développement du secteur canadien du GNL pour les raisons suivantes :

- le processus d'évaluation environnementale de la plupart des projets deviendra un domaine de compétence provinciale, le gouvernement fédéral limitant son examen à des domaines précis de compétence fédérale;
- les délais prévus pour le processus d'évaluation environnementale fédéral seront raccourcis<sup>1</sup>;
- le nombre et le type d'intervenants associés aux évaluations environnementales fédérales se limiteront aux parties directement touchées par la demande ou aux personnes qui ont une information ou une expérience pertinente à fournir;
- le chevauchement entre les évaluations fédérales et provinciales sera réduit;
- l'ONÉ n'aura plus à tenir d'audience pour délivrer un permis d'exportation, et son examen se limitera à déterminer si l'exportation proposée est « excédentaire » par rapport aux besoins du Canada, ce qui réduira les délais d'obtention des permis.

Les modifications apportées à la *Loi sur les pêches* et à la *Loi sur l'Office national de l'énergie* fédérales pourraient également accélérer la construction de pipelines et de terminaux de GNL en réduisant les exigences d'approbation à l'échelon fédéral. Par contre, le projet de loi C-38 augmente les peines maximales en vertu de la *Loi sur les pêches* et prévoit de nouvelles dispositions d'exécution dans la *Loi sur l'Office national de l'énergie* et la *Loi canadienne sur l'évaluation environnementale* qui augmenteront les coûts de non-conformité pour tout projet assujéti à ces lois fédérales.

## En quoi les risques inhérents aux projets de GNL diffèrent-ils de ceux liés aux projets gaziers et pétroliers traditionnels?

En bref, ils diffèrent à de nombreux égards. Le développement d'un nouveau secteur qui relie l'exploration en amont à la liquéfaction et à l'exportation en aval est extrêmement complexe et présente des risques très différents de ceux que l'on retrouve dans le secteur traditionnel. Il faut engager d'importantes ressources et dépenses en capital sur une période de deux à quatre ans avant de pouvoir établir la faisabilité commerciale de ces projets. Les coûts initiaux et le temps nécessaire pour déterminer si les projets devraient ou non se poursuivre sont sensiblement plus importants que ceux nécessaires dans le cas de projets gaziers et pétroliers traditionnels, en partie parce qu'il faut pratiquement avoir établi les cadres juridiques, contractuels, réglementaires et commerciaux de ces projets avant d'aller de l'avant, et parce qu'ils sont sans précédent au Canada. Il faut également obtenir un permis d'exportation à long terme auprès de l'ONÉ, en plus de négocier des contrats de commercialisation à long terme. Trouver des terrains où il est possible de placer son pipeline plutôt que de s'intégrer à un réseau ou à un marché existant est également un parcours semé d'embûches. Il faut obtenir les droits d'occupation de la zone intertidale pour profiter d'un accès maritime, sans oublier les droits associés à l'installation. Il faut consulter les

1 365 jours pour les évaluations normales, 18 mois pour les examens de l'ONÉ et 24 mois pour les évaluations menées par un comité d'examen.



Premières nations dont les droits territoriaux sont touchés par le projet et tenir compte de leurs intérêts. Les promoteurs envisagent de plus en plus une participation au capital social. Il peut être nécessaire d'obtenir l'approbation du gouvernement fédéral dans le cas d'un investissement étranger dépassant le seuil réglementaire. Plus le nombre de variables augmente, plus le risque est grand que le projet achoppe.

COLLABORATEURS

D'un point de vue politique, l'essor du secteur du GNL sur la côte de la Colombie-Britannique bénéficie d'un appui plus important qu'un pipeline de bitume allant jusqu'à la côte. Sur le plan environnemental, les projets de GNL présentent moins de risques. Si un pipeline ou un pétrolier transportant du GNL a une fuite, s'échoue ou entre en collision avec un navire, le GNL se dispersera dans l'atmosphère, tandis qu'une cargaison de pétrole lourd qui fuit causera des dommages à la fois au milieu aquatique et marin et à la côte. D'un point de vue juridique, les règlements liés au développement de projets gaziers et pétroliers traditionnels sont bien établis. Dans le cas d'un projet de GNL situé sur des terres appartenant aux Premières nations (et donc régies par les lois fédérales), il n'y a pas, à l'heure actuelle, de régime de réglementation ni d'organisme fédéral habilité à réglementer l'activité. *La Loi sur le développement commercial et industriel des premières nations* (LDCIPN) permet au gouvernement fédéral, à la demande d'une Première nation, d'adopter des règlements pour régir les engagements commerciaux et industriels sur ses terres de réserve<sup>2</sup>. L'élaboration de ces nouveaux règlements exige de longues négociations. Jusqu'à ce que ces règlements soient mis en place, on a recours à une solution contractuelle provisoire, où toutes les parties concernées autorisent la commission sur le pétrole et le gaz de la Colombie-Britannique (British Columbia Oil and Gas Commission) à réglementer les activités comme si elles se trouvaient sur des terres publiques provinciales, ce qui procure aux promoteurs le degré de certitude réglementaire dont ils ont besoin pour aller de l'avant. La nécessité de prévoir l'ensemble des lois et règlements provinciaux qui pourraient s'appliquer aux termes d'une entente, alors que l'ingénierie et la conception détaillées de ce qui fait l'objet de la réglementation ne sont pas toujours tout à fait terminées, complique davantage les choses.

Pour exporter du GNL, il faut pouvoir compter sur un approvisionnement en gaz suffisant à long terme. En Colombie-Britannique, la disponibilité de cet approvisionnement repose sur la production du gaz de schiste, laquelle nécessite l'utilisation de techniques de fracturation. Même si ces techniques sont reconnues et que les organismes de réglementation de l'Ouest canadien en ont une grande expérience, le débat public entourant la fracturation s'est intensifié. Les opposants continuent d'exprimer leur inquiétude au sujet des risques pour l'environnement et la santé publique, ce qui a amené certaines administrations à bannir ou à suspendre les activités de fracturation. Pressés de recueillir plus d'information et de mener davantage d'études sur les effets de la fracturation, le gouvernement fédéral et certains gouvernements provinciaux ont annoncé qu'ils entreprenaient un examen des règlements actuels. On ignore si de nouveaux règlements seront adoptés dans l'Ouest canadien sous l'effet de ces pressions. Ce qu'on sait toutefois, c'est que les gouvernements reconnaissent la nécessité de trouver un équilibre entre les avantages économiques de l'exploitation du gaz de schiste et du secteur associé de l'exportation de GNL et l'importance de protéger les couches aquifères contre la contamination et les autres risques perçus. Le sort du secteur canadien de l'exportation de GNL pourrait bien dépendre du maintien de cet équilibre difficile, ajouté à la convergence des pressions sur le marché. Lorsque la musique s'arrêtera, il sera intéressant de voir lesquels des cinq projets auront encore une place.

2 L.C. 2005, chap. 53, art. 5.

## Exploitation minière en 2012

09

par Doug Bryce et Jeremy Fraiberg

Le secteur minier canadien a connu une année 2012 pour le moins décevante. Les sociétés canadiennes n'ont pas été épargnées par les tendances mondiales qui ont nui au secteur, que ce soit la pression accrue des coûts d'immobilisation, le nationalisme en matière de ressources, les inquiétudes liées à la croissance économique mondiale dans la foulée de la crise de la dette européenne et du mur budgétaire américain, et les enjeux liés à un ralentissement possible en Chine, qui constitue le principal moteur du super cycle des matières premières. Au bout du compte, ces tendances ont créé un contexte d'affaires difficile, en plus de faire baisser le prix de nombreuses matières premières, en particulier les métaux de base.







## Activité sur les marchés financiers et dans le domaine des fusions et acquisitions

Le nombre de financements et le montant de capitaux mobilisés dans le secteur minier canadien a considérablement diminué en 2012 par rapport à 2011, tant à la Bourse de Toronto (TSX) qu'à la Bourse de croissance TSX (TSX-V), reflétant la baisse des valorisations et l'intérêt mitigé des investisseurs à l'égard d'offres dans le secteur dans les circonstances actuelles. Les petites sociétés minières se sont révélées particulièrement vulnérables au changement d'attitude qui était survenu au milieu de 2011 et qui s'est prolongé en 2012, l'indice composé S&P/TSX de croissance (qui comprend une forte proportion de petites sociétés minières) ayant reculé de 52 % par rapport à ses récents sommets du printemps 2011. En revanche, l'indice plafonné des matériaux S&P/TSX, composé d'émetteurs relativement plus grands inscrits à la cote de la TSX, a subi une baisse plus modeste (mais néanmoins douloureuse) de 29 % pendant la même période. De la même façon, les volumes de négociation des titres d'émetteurs du secteur minier se sont fortement repliés en 2012, à la TSX comme à la TSX-V, tant en termes de valeur que de nombre d'actions négociées. Cela dit, la réussite du premier appel public à l'épargne d'Ivanplats Limited, de l'entrepreneur minier Robert Friedland, une opération d'envergure qui avait d'abord été reportée, laisse penser que les marchés n'ont peut-être pas complètement tourné le dos au secteur lorsque des offres de qualité se présentent.

Évidemment, l'activité dans le domaine des fusions et acquisitions a également fortement ralenti. Selon les données compilées par Crosbie & Co., 76 transactions totalisant quelque 4,9 milliards de dollars avaient été annoncées en date du 15 décembre 2012 (ce total ne comprend toutefois pas l'intention annoncée par First Quantum d'effectuer une offre non sollicitée de 5,1 milliards de dollars en vue d'acquérir Inmet Mining au début de 2013). En 2011, en tout 101 transactions ont été annoncées, pour une valeur totale d'environ 26,8 milliards de dollars.

## Évolution de la réglementation

Un certain nombre de faits nouveaux importants sont survenus en 2012 sur le front réglementaire. Les commissions des valeurs mobilières canadiennes ont causé des remous en imposant une série de sanctions strictes contre les émetteurs qui ne se conforment pas aux obligations de divulgation technique. Parmi ces sanctions, citons les interdictions d'opérations sur valeurs largement médiatisées qu'a imposées la Commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique contre Barkerville Gold Mines Ltd. et Clifton Star Resources Inc., ainsi que l'interdiction d'opérations sur valeurs prononcée par l'Autorité des marchés financiers au Québec contre l'émetteur de minerais de terres rares Orbite Aluminae. Karnalyte Resources Inc., Extorre Gold Mines Limited et Rio Novo Gold Inc. ont également dû mettre fin à leur financement en prise ferme en raison des préoccupations réglementaires liées à

### OSLER A REPRÉSENTÉ LES CLIENTS SUIVANTS EN 2012 :

**Winsway Coking Coal Holdings Limited et Marubeni Corporation**, dans le cadre de l'acquisition de Grande Cache Coal Corporation pour 1 milliard de dollars.

**Goldcorp Inc.**, dans le cadre de sa défense réussie à la suite d'une réclamation déposée par Barrick Gold Corporation contre Goldcorp, Xstrata Chile et New Gold relativement à l'acquisition par Goldcorp d'une participation de 70 % dans le projet minier El Morro au Chili.

**Continental Nickel Limited**, dans le cadre de sa vente à IMX Resources Limited pour 45 millions de dollars.





l'information technique. La gravité de ces sanctions signale un durcissement de ton en ce qui a trait à la réglementation de l'obligation d'information technique imposée aux émetteurs du secteur minier.

COLLABORATEURS

Dans le même ordre d'idées, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) ont publié en août l'avis 43-307 du personnel des ACVM, Rapports techniques miniers – Évaluations économiques préliminaires. L'avis précise le point de vue du personnel des ACVM sur plusieurs sujets liés à l'utilisation et à la déclaration des évaluations économiques préliminaires, qui ont soulevé des préoccupations dans de nombreuses transactions. L'avis rappelle de façon plus générale que l'une des sources de difficulté les plus fréquentes pour les émetteurs du secteur des mines est le fait de publier des analyses économiques de leurs ressources qui ne sont pas étayées par un rapport technique à jour ou qui ne tiennent pas compte des restrictions définies dans le Règlement 43-101 sur l'information concernant les projets miniers.

En août, la Securities and Exchange Commission (SEC) des États-Unis a adopté les règles finales en vertu de la loi intitulée *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* concernant les exigences de déclaration applicables à tous les émetteurs qui déposent des rapports auprès de la SEC sur l'utilisation de minerais du conflit (*conflict minerals*) et exigeant que les émetteurs extracteurs de ressources déclarent les paiements qu'ils versent aux gouvernements. La règle sur les minerais du conflit crée un régime de rapports annuels pour les émetteurs qui utilisent certains minéraux (colombite-tantalite, wolfram, étain et or) qui proviennent ou pourraient provenir des « pays visés » (soit la République démocratique du Congo et les pays limitrophes) dans le cadre d'un processus de fabrication, mais ne s'applique généralement pas aux sociétés minières. La règle régissant la déclaration des paiements aux gouvernements exige que les émetteurs extracteurs de ressources déclarent tous ces paiements de façon détaillée annuellement (y compris ceux versés aux gouvernements fédéral, provinciaux ou aux administrations locales du Canada) pendant la dernière année, sous réserve d'une dispense *de minimis* applicable à tout paiement unique ou série de paiements liés de moins de 100 000 \$ US.

Enfin, comme il est décrit plus en détail ailleurs dans le présent Bulletin Marché des capitaux<sup>1</sup>, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario a publié deux avis du personnel en 2012 concernant les émetteurs assujettis canadiens ayant d'importantes activités et fonctions de gestion à l'extérieur du Canada, dans la vague de l'enquête et de la poursuite éprouvante dont a fait l'objet Sino Forest Corp. (avis 51-719 du personnel de la CVM – Examen des émetteurs actifs sur les marchés émergents et avis 51-720 du personnel – Guide destiné aux émetteurs actifs sur les marchés émergents). Ces avis, qui n'ont pas entraîné jusqu'à maintenant de modifications à la réglementation en matière de commerce des valeurs mobilières, signalent une volonté de resserrer le contrôle réglementaire des émetteurs ayant d'importantes activités et fonctions de gestion sur des marchés émergents, ce qui est le cas de nombreux émetteurs du secteur minier. La TSX et la TSX-V ont également publié en décembre 2012 un document de consultation conjoint sur les émetteurs émergents abordant un ensemble similaire de sujets.

### L'année à venir

Après une année 2012 difficile, les participants du secteur des mines espèrent une amélioration de l'activité sur les marchés financiers et dans le domaine des fusions et acquisitions en 2013. Cela dépendra dans une large mesure de la situation économique mondiale. Les émetteurs du secteur canadien des mines devraient s'attendre à ce que les organismes de réglementation continuent à mettre l'accent sur les rapports techniques, et ceux qui ont des activités sur les marchés émergents feront sans doute l'objet d'un examen plus minutieux au cours de l'année qui vient.

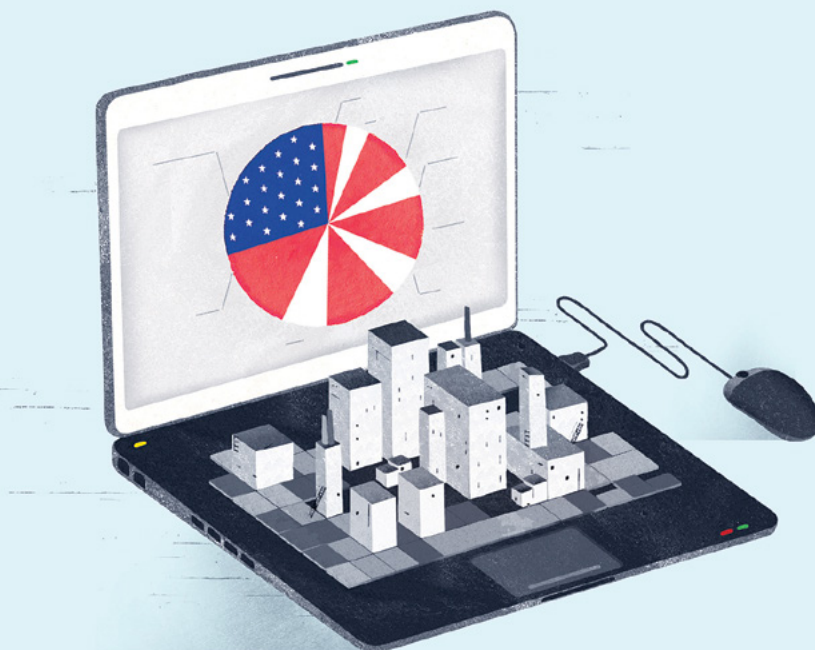
<sup>1</sup> Voir « Faits nouveaux en matière de gouvernance d'entreprise au Canada en 2012 ».

## Faits nouveaux aux États-Unis en 2012

10

par Marc Kushner, Rob Lando et Jim Lurie

En 2012, le gouvernement américain a apporté des changements majeurs à la réglementation américaine sur les valeurs mobilières en promulguant la loi intitulée *Jumpstart Our Business Startups Act* (Loi JOBS). Bien que la Loi JOBS assouplisse les exigences réglementaires applicables à certains émetteurs, diverses nouvelles obligations de déclaration et mesures de protection des investisseurs ont continué à s'ajouter en vertu de la loi intitulée *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (Loi Dodd-Frank).





De plus, de nouvelles exigences de divulgation, témoignant des efforts du Congrès américain pour promouvoir les objectifs de politique étrangère, ont été imposées en vertu de la loi intitulée *Iran Threat Reduction and Syria Human Rights Act of 2012* (Loi IRT). Parmi les initiatives les plus notables amorcées l'an dernier, notons :

- les réformes proposées afin d'éliminer les interdictions de faire de la sollicitation et de la publicité générales en ce qui a trait à certains placements privés de valeurs mobilières et l'assouplissement des obligations de conformité et de divulgation, en particulier pour les « sociétés émergentes avec potentiel de croissance » en vertu de la Loi JOBS;
- l'adoption par la Securities and Exchange Commission (SEC) de normes d'inscription pour les comités de rémunération conformément à la Loi Dodd-Frank, ainsi que les propositions du NASDAQ et de la Bourse de New York en vue de mettre en œuvre ces exigences;
- les nouvelles obligations de déclaration concernant la fabrication de produits utilisant des minerais extraits dans des zones de conflit et qui alimentent de tels conflits ou minerais de conflit et les paiements versés aux gouvernements par les émetteurs d'extraction de ressources;
- l'élargissement important des sanctions américaines contre l'Iran en vertu de la Loi IRT, qui impose notamment de nouvelles exigences de divulgation d'activités interdites aux émetteurs privés américains et étrangers tenus de déposer des déclarations auprès de la SEC.

Sur le front juridique, la Supreme Court of Delaware a souscrit aux motifs de la Cour supérieure de justice de l'Ontario en bloquant une acquisition de 5,3 milliards de dollars, ce qui a transformé les restrictions d'utilisation des renseignements partagés, qui figurent souvent dans les ententes de confidentialité, en des dispositions de moratoire *de facto*.

### Une loi qui favorise les appels publics et privés à l'épargne pour les sociétés en démarrage

La Loi JOBS apporte des changements majeurs aux lois fédérales américaines sur les valeurs mobilières qui visent principalement à réduire les exigences réglementaires pour les « sociétés de croissance en émergence » et les autres plus petits émetteurs qui font des placements de titres aux États-Unis. Entre autres choses, la Loi JOBS :

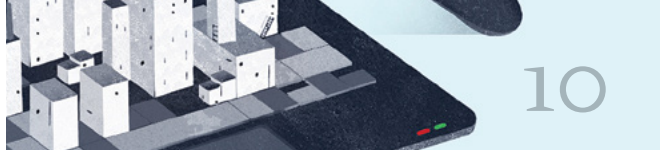
- accorde aux sociétés émergentes avec potentiel de croissance une exemption, ou simplifie les exigences de conformité, relativement à un certain nombre d'exigences prévues dans les lois américaines sur les valeurs mobilières, y compris les périodes qui doivent être visées par les états financiers, la déclaration de la rémunération des cadres et les attestations des vérificateurs en vertu de la loi Sarbanes-Oxley. Elle permet également aux sociétés de croissance en émergence de « tâter le terrain » auprès d'« acquéreurs institutionnels admissibles » et d'« investisseurs accrédités » institutionnels avant de déposer une déclaration d'enregistrement auprès de la SEC et de le faire de façon

**La Loi JOBS** vise à faciliter la tâche aux sociétés petites et émergentes qui désirent effectuer des placements de titres aux États-Unis, ainsi qu'à moderniser le processus d'offre publique d'actions pour les sociétés de toute taille en éliminant l'interdiction de sollicitation et de publicité générales relativement aux placements effectués en application de la Règle 144A et à certains autres placements privés de titres.

**En vertu de la Loi Dodd-Frank**, des règles plus strictes ont été mises en œuvre pour réglementer l'indépendance des comités de rémunération des sociétés inscrites en bourse, en plus d'imposer des obligations de déclaration et de communication concernant l'utilisation de minerais de conflit et les paiements versés aux gouvernements par les émetteurs extracteurs de ressources.

**La Loi IRT** impose de nouvelles obligations de déclaration à tous les émetteurs privés américains, canadiens et étrangers, qui doivent déposer des déclarations auprès de la SEC au sujet de leurs rapports avec l'Iran, des organisations terroristes et des pays qui contribuent à la prolifération des armes de destruction massive (ADM). La plupart des sociétés devront se conformer à ces nouvelles exigences de déclaration pour la première fois dans leur prochain rapport annuel sur le formulaire 10-K, 20-F ou 40-F déposé auprès de la SEC.

**La décision Martin Marietta** confirme que, en vertu du droit du Delaware et de l'Ontario, les restrictions entourant l'utilisation des renseignements qui sont contenues dans une entente de confidentialité peuvent bloquer une offre publique d'achat hostile ou une course aux procurations ultérieure, même en l'absence d'une disposition de moratoire explicite.



confidentielle. Ces avantages sont déjà offerts aux émetteurs américains et canadiens et à d'autres émetteurs privés étrangers qui sont admissibles en tant que sociétés émergentes avec potentiel de croissance;

- libéralise les relations entre les analystes de recherche, les banquiers d'investissement et les dirigeants des sociétés, et assouplit certaines restrictions entourant la publication de rapports de recherche portant sur les émissions d'actions des sociétés de croissance en émergence;
- demande à la SEC d'adopter des règles afin de supprimer son interdiction de sollicitation et de publicité générales dans le cadre de placements effectués en application de la Règle 144A et de certains placements effectués en application de la Règle 506 du Règlement D;
- créera, au moment de l'adoption des règles de mise en œuvre de la SEC, une nouvelle dispense d'inscription, appelée Règle A+, pour les appels publics à l'épargne lorsque la valeur totale des titres placés et vendus en application de la dispense au cours de la période de 12 mois précédente n'excède pas 50 millions de dollars américains. Les titres vendus en application de cette nouvelle dispense ne seront pas assujettis aux restrictions imposées à la revente;
- assouplit les exigences obligeant une société à inscrire ses titres de participation en vertu de la loi intitulée *Securities Exchange Act of 1934*, dans sa version modifiée (Loi de 1934), de sorte qu'une société (autre qu'une banque ou une société de portefeuille bancaire) pourra compter jusqu'à 1 999 actionnaires inscrits (à condition que moins de 500 d'entre eux soient des investisseurs non accrédités) avant d'être tenue de se conformer à ces exigences d'inscription et de déposer des documents d'information à l'intention du public;
- prévoit une dispense d'inscription pour les opérations de « *crowdfunding* » (financement participatif).

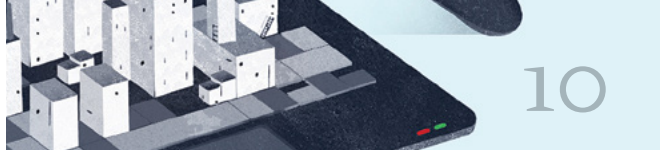
### Nouvelles règles en vertu de la loi intitulée *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*

#### Normes d'inscription pour les comités de rémunération

La SEC a adopté la Règle 10C-1 – *Exchange Act* obligeant les bourses nationales américaines à mettre en œuvre d'ici le 30 juin 2013 des normes d'inscription au sujet de l'indépendance des membres des comités de rémunération et du recours aux services des conseillers en rémunération, en plus de modifier les règles entourant la divulgation dans le cadre de la sollicitation de procurations exigeant une divulgation supplémentaire entourant les conflits d'intérêts des conseillers en rémunération.

La Bourse de New York et le NASDAQ ont déposé auprès des modifications proposées à leurs normes d'inscription afin de satisfaire aux exigences de la SEC. Les critères d'indépendance « très nets » actuels continueront de s'appliquer en vertu des normes d'inscription proposées, mais seront complétés par les obligations d'indépendance en vertu de la Règle 10C-1, qui exigent de prendre en considération la source de rémunération des administrateurs et l'existence de toute affiliation entre un administrateur et un émetteur ou sa filiale.

La proposition du NASDAQ va plus loin en établissant un interdit « très net » voulant que l'administrateur ne reçoive pas, directement ou indirectement, d'honoraires de conseil, d'honoraires de consultation ou d'autres honoraires compensatoires de l'émetteur, autres que les honoraires touchés en qualité de membre du comité de rémunération, du conseil d'administration ou d'un autre comité du conseil, ou des sommes forfaitaires aux termes d'un régime de retraite.



Les sociétés inscrites à la cote du NASDAQ devront également avoir un comité de rémunération distinct composé d'au moins deux administrateurs indépendants en vue d'établir la rémunération du chef de la direction et de tous les autres hauts dirigeants.

Les deux propositions exigent que les comités de rémunération évaluent l'indépendance des conseillers en rémunération (consultants, conseillers juridiques et autres conseillers), y compris l'examen des six critères d'indépendance prévus dans la Règle 10C-1, avant de retenir les services de ces conseillers, exception faite des conseillers juridiques à l'interne, bien qu'il n'y ait pas d'obligation de retenir les services d'un conseiller indépendant en rémunération en vertu de l'une ou l'autre proposition.

Les émetteurs canadiens et autres émetteurs privés étrangers ayant des titres de participation inscrits à ces bourses pourront encore recourir à la dispense accordée par la Bourse de New York et le NASDAQ à l'égard des normes d'inscription en matière de gouvernance d'entreprise; toutefois, en vertu de la proposition du NASDAQ, les émetteurs privés étrangers seront tenus de préciser les raisons pour lesquelles ils n'ont pas de comité de rémunération indépendant.

Les nouvelles exigences de divulgation dans la circulaire de sollicitation de procurations requièrent la déclaration de tout conflit d'intérêts avec le conseiller en rémunération, qu'il ait été engagé par la direction, le comité de rémunération ou un autre comité du conseil, après examen des six facteurs d'indépendance énoncés dans la Règle 10C-1 et, le cas échéant, la description de la nature du conflit et des mesures prises pour le régler.

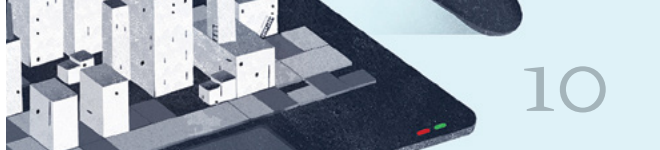
#### **Minerais du conflit**

La SEC a adopté une règle visant à mettre en vigueur les obligations de déclaration de la Loi Dodd-Frank relativement à l'utilisation de minerais du conflit provenant de la République démocratique du Congo et des pays limitrophes (les « pays visés »). Les minerais du conflit comprennent le colombite-tantalite (utilisé couramment dans les composants électroniques), le wolfram (utilisé dans la production de tungstène, lui-même utilisé couramment dans les filaments métalliques), la cassitérite (étain) et l'or.

La règle exige que tout émetteur qui utilise un minerai du conflit nécessaire à la fonction ou à la production d'un produit fabriqué en propre ou sous contrat par l'émetteur déclare à la SEC au moyen d'un nouveau formulaire de déclaration (formulaire SD) si ces minerais du conflit proviennent d'un des pays visés. S'il y a des raisons de croire que les minerais du conflit pourraient provenir d'un des pays visés, l'émetteur doit produire un rapport sur les minerais du conflit sur le formulaire SD qui comprend, entre autres, une description des mesures de diligence raisonnable prises à l'égard de la chaîne d'approvisionnement, une description des produits qui ne sont pas « non liés aux conflits en RDC » (*DRC conflict free*) et une attestation d'un audit privé indépendant de son rapport sur les minerais du conflit. La déclaration initiale doit être effectuée au plus tard le 31 mai 2014 pour l'année civile 2013. La règle prévoit également une période de transition pour les produits qui sont « indéterminables au conflit en RDC » (*DRC Conflict Undeterminable*) et met en vigueur des normes de déclaration distinctes pour les matériaux recyclés et les rebuts.

#### **Paiements versés aux gouvernements par les émetteurs extracteurs de ressources**

La SEC a adopté une règle visant à mettre en vigueur les obligations de déclaration annuelle de la Loi Dodd-Frank, qui oblige les émetteurs extracteurs de ressources à déclarer les paiements versés au gouvernement fédéral américain ou à des gouvernements étrangers (y compris les gouvernements fédéral ou provinciaux ou des administrations locales du Canada ou toute société



qui est détenue majoritairement par un gouvernement non américain) liés au développement commercial du pétrole, du gaz naturel ou des minéraux. Les sociétés doivent commencer à déclarer les paiements applicables sur le formulaire SD pour les exercices se terminant après le 30 septembre 2013.

La règle touche les projets qui sont liés directement à des activités de développement commercial, comme l'exploration, l'extraction, la transformation, l'exportation ou l'acquisition d'un permis pour l'une ou l'autre de ces activités. Les activités auxiliaires, comme les activités de transport, sont exclues.

La règle prévoit une dispense pour tout paiement unique ou série de paiements liés de moins de 100 000 \$ US au cours du dernier exercice, mais ne prévoit aucune exception liée à la confidentialité (c.-à-d. que la divulgation est requise même si les lois du pays hôte ou tout contrat présent ou futur interdisent la déclaration de ces renseignements).

Les émetteurs extracteurs de ressources devraient déterminer si des modifications doivent être apportées à tout système d'information pour le rendre apte à recueillir le type de données nécessaire pour satisfaire à cette obligation d'information.

### **Nouvelles exigences de déclaration en vertu de la loi intitulée *Iran Threat Reduction and Syria Human Rights Act of 2012***

La Loi IRT élargit considérablement les sanctions américaines contre l'Iran, entre autres, i) en ajoutant de nouvelles activités à la liste d'événements déclencheurs donnant lieu à des sanctions; ii) en rendant les sociétés américaines passibles de lourdes sanctions civiles si leurs filiales étrangères effectuent des transactions avec l'Iran; et iii) en imposant de nouvelles exigences de déclaration relativement à la connaissance de la participation à des activités pouvant faire l'objet de sanctions par les émetteurs privés nationaux et étrangers qui sont tenus de déposer des rapports auprès de la SEC conformément au paragraphe 13(a) de la Loi de 1934. Les nouvelles dispositions de déclaration s'appliqueront aux rapports périodiques et annuels devant être déposés auprès de la SEC à compter du 6 février 2013. Pour les émetteurs assujettis dont la fin de l'exercice coïncide avec la fin de l'année civile, les obligations de déclaration s'appliqueront d'abord à leur rapport annuel sur le formulaire 10 K, 20 F ou 40 F pour l'exercice se terminant le 31 décembre 2012.

La Loi IRT exige qu'un émetteur qui dépose des rapports annuels ou trimestriels auprès de la SEC respecte certaines exigences dans ces rapports si, pendant la période visée par le rapport, l'émetteur ou l'une de ses sociétés affiliées se sont livrés sciemment à certaines activités interdites par la loi intitulée *Iran Sanctions Act of 1996* ou la loi intitulée *Comprehensive Iran Sanctions, Accountability, and Divestment Act of 2010*, ou ont entretenu sciemment des rapports avec des organisations terroristes, des pays qui contribuent à la prolifération des armes de destruction massive ou le gouvernement de l'Iran ou des organismes qui en dépendent ou des entités sous son contrôle.

Si un émetteur ou l'une de ses sociétés affiliées se sont livrés à l'une ou l'autre de ces activités pendant la période visée pertinente, l'émetteur doit fournir une description détaillée de l'activité, y compris la nature et la portée de l'activité, les revenus bruts et les profits nets, le cas échéant, attribuables à l'activité, et une déclaration à savoir si l'émetteur ou sa société affiliée entend ou non continuer de se livrer à l'activité.





Les mêmes renseignements doivent être présentés simultanément à la SEC dans un avis distinct qui sera affiché sur son site Web, et seront acheminés par la SEC au président des États-Unis pour examiner d'éventuelles sanctions.

COLLABORATEURS

### Ententes de confidentialité

Les tribunaux du Delaware, citant une décision rendue en 2009 par la Cour supérieure de justice de l'Ontario, ont transformé une restriction type limitant l'utilisation de renseignements en vertu d'une entente de confidentialité en une disposition de moratoire *de facto*.

Martin Marietta Materials, Inc. (Martin Marietta) et Vulcan Materials Corporation (Vulcan) avaient conclu une entente de confidentialité au printemps 2010 afin de faciliter les pourparlers concernant une éventuelle opération de fusion d'égaux. L'enthousiasme de Vulcan pour l'opération a fini par s'étioler, et les pourparlers se sont enlisés. Même si l'entente de confidentialité permettait que les renseignements confidentiels ne soient utilisés que pour évaluer une éventuelle transaction « entre » les parties, Martin Marietta a utilisé ces renseignements pour évaluer et lancer une offre publique d'échange hostile visant Vulcan.

Pour déterminer si l'utilisation des renseignements par Martin Marietta pour formuler une offre publique d'achat hostile était autorisée en vertu des modalités de l'entente de confidentialité, le tribunal s'est attardé principalement à l'utilisation par les parties du mot « entre » (*between*) et aux circonstances dans lesquelles les parties avaient négocié l'entente de confidentialité. Le tribunal a conclu que l'entente permettant le partage de renseignements pour évaluer une transaction possible « entre » les parties constituait une indication claire de leur intention que les renseignements partagés ne soient pas utilisés dans le cadre d'une offre non sollicitée et a émis une injonction interdisant temporairement à Martin Marietta de poursuivre l'offre.

À la lumière de cette décision, les acquéreurs potentiels devraient prendre en considération les points suivants au moment de négocier des ententes de confidentialité, surtout lorsqu'il est important de se ménager la possibilité de procéder de façon hostile :

### Durée de l'entente et de ses restrictions en matière de confidentialité et d'utilisation

Comme les restrictions de confidentialité et d'utilisation pourraient maintenant être considérées, en fait, comme des dispositions de moratoire, les acquéreurs devraient envisager de négocier des modalités plus courtes que la durée habituelle d'un à trois ans, selon les pratiques actuelles du marché, afin de se ménager la possibilité de procéder de façon hostile.

### Mise à l'écart d'une « équipe vierge »

Lorsque les membres de la principale équipe de négociateurs pourraient être « influencés » par l'accès à des renseignements confidentiels assujettis aux restrictions d'utilisation contenues dans une entente de confidentialité, les acquéreurs devraient examiner la possibilité de constituer une « équipe vierge » composée d'employés, d'administrateurs et de conseillers clés non exposés aux renseignements confidentiels et de la mettre en réserve en vue d'une opération non sollicitée ultérieure. Il y aurait lieu aussi d'établir à quel moment et si oui ou non les renseignements confidentiels devraient être communiqués aux dirigeants clés, compte tenu du fait que la divulgation de ces renseignements à ces personnes pourrait les empêcher de prendre part à l'évaluation d'une offre publique hostile subséquente.

### Limiter les renseignements examinés

Les acquéreurs devraient évaluer s'il y a lieu de limiter la portée des renseignements non publics examinés aux renseignements que la société visée divulguerait vraisemblablement à court terme, comme les récents résultats financiers ou les dettes récemment contractées.



# Plan Nord : une occasion de 80 milliards de dollars pour le Québec

11

par Ward Sellers et François Paradis

En mai 2011, le gouvernement du Québec, dirigé par les libéraux de Jean Charest, dévoilait le Plan Nord, un projet de développement du Nord québécois prévoyant des investissements de 80 milliards de dollars sur 25 ans, sur un territoire couvrant une zone de 1,2 million de kilomètres carrés, soit 72 % du territoire de la province. Selon le gouvernement libéral, cet ambitieux projet permettrait de générer quelque 20 000 emplois par année. S'il est bien géré, ce projet majeur pourrait avoir des retombées considérables pour la province et son économie.





Le Plan Nord propose d'établir un partenariat entre divers organismes municipaux et gouvernementaux du Québec, le secteur privé et les communautés autochtones, en vue de développer les ressources minières, énergétiques, forestières et fauniques, de même que le potentiel touristique et de production bioalimentaire du Nord du Québec. C'est l'occasion de faire avancer un vaste éventail de secteurs dans un contexte économique où presque tous les autres connaissent des problèmes de croissance et de rentabilité, en plus d'offrir des débouchés prometteurs en matière d'investissement, d'emploi et de renforcement des compétences dans les secteurs touchés. Mais le Plan Nord pose aussi un défi de taille pour le gouvernement, qui devra équilibrer les intérêts d'un groupe très large et très diversifié d'intervenants. La maximisation des objectifs économiques, par exemple, est souvent difficile à concilier avec les intérêts environnementaux, autochtones et autres. On peut parfois régler les conflits qui en découlent, mais la situation peut aussi aboutir à une impasse, comme ce fut le cas pour le moratoire qui a été imposé sur l'exploration du gaz de schiste au Québec, devant la vive opposition de la population. Ceux qui peuvent s'inspirer d'une expérience pertinente vécue en Alberta et ailleurs pour relever ces défis partent avec une longueur d'avance.

L'élection du Parti québécois (PQ) en septembre 2012 a donné lieu à un changement de gouvernement qui pourrait avoir une incidence importante sur le Plan Nord, que beaucoup d'électeurs intéressés par l'économie québécoise sont désireux de comprendre. Même si l'on ne s'attend pas à ce que le PQ supprime le Plan Nord, les participants du marché sont frustrés de ne pas savoir ce qu'il adviendra du projet et quelles modifications y seront apportées, le cas échéant. Dans sa plateforme électorale, le PQ avait déjà annoncé une série de modifications possibles aux propositions du gouvernement libéral, notamment l'augmentation du taux de redevances minières en imposant une redevance de 5 % sur la production et de 30 % sur les profits (s'inspirant de l'exemple australien). Par ailleurs, avant que le PQ prenne le pouvoir, le gouvernement libéral avait annoncé des investissements dans l'infrastructure de 200 millions de dollars. On ignore si ces investissements seront maintenus. Quoi qu'il en soit, depuis son élection, le PQ a indiqué vouloir procéder d'une manière mesurée et raisonnée. Il a d'ailleurs annoncé la création d'un organisme chargé de coordonner les activités. Ce ne serait pas la première fois que le PQ adoucissait le ton ou reviendrait sur une position adoptée pendant la campagne électorale, ce que l'on conçoit aisément étant donné sa situation de gouvernement minoritaire. Autre fait à noter, le PQ n'a pas modifié le

---

**OSLER A REPRÉSENTÉ LES CLIENTS  
SUIVANTS EN 2012 :**

**Le CN, relativement à un projet  
d'infrastructure clé du Plan Nord  
et d'autres accords associés avec  
des producteurs de minerai de fer.**

**Nalcor Energy, dans le contexte  
de l'évaluation environnementale  
du projet d'aménagement  
hydroélectrique du Bas Churchill.**



taux de redevances dans son budget annoncé récemment. Les spéculations vont donc bon train quant à savoir quelles propositions électorales le PQ adoptera et quelles autres modifications au Plan Nord il pourra faire. Ne sachant pas sur quel pied danser, plusieurs participants du marché ont choisi de faire une pause, notamment les sociétés minières et les investisseurs, jusqu'à ce qu'ils aient une meilleure idée des coûts potentiels, des modifications, des délais et du processus supplémentaires.

D'ici là, les pressions seront cependant fortes pour promouvoir les intérêts commerciaux et faire avancer le dialogue avec les intervenants, afin de ne pas laisser passer cette occasion. Les participants du marché qui réussiront à tirer leur épingle du jeu devront engager le dialogue avec créativité et ouverture, tout en mettant à profit les connaissances acquises dans le cadre d'autres mégaprojets d'infrastructure et de mise en valeur des ressources. Les participants qui réussiront devront également envisager la situation actuelle du Québec dans le contexte d'autres débouchés internationaux.

**COLLABORATEURS**

# Analyse du financement d'entreprises en 2012

12

par Desmond Lee et Michael Innes

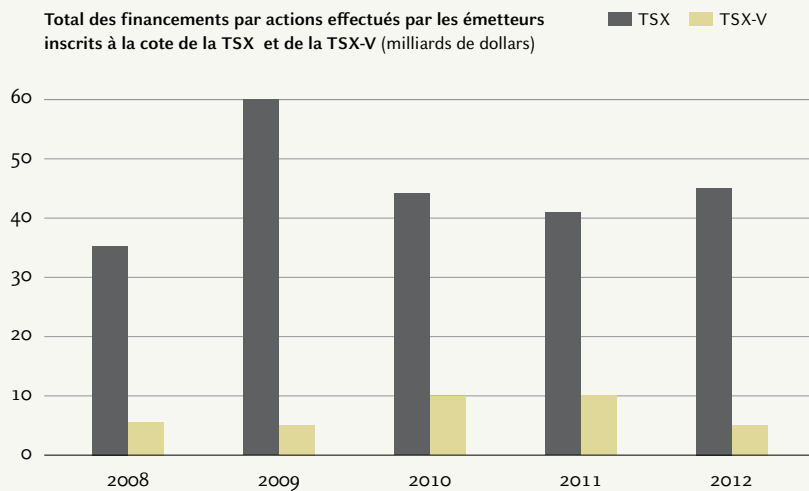
Plus de quatre ans après le début de la crise financière mondiale, les marchés canadiens des titres de participation et de créance continuent à présenter à la fois des possibilités et des défis pour les émetteurs. Même si on a beaucoup écrit sur la relative stabilité du système financier et de l'économie du Canada, cela ne s'est pas forcément traduit par un marché stable pour la mobilisation de capitaux pour l'ensemble des émetteurs en tout temps. Quand on fait le bilan des cinq dernières années, on constate plutôt que des occasions se sont présentées (et sont disparues) à différents moments et dans différents secteurs. Dans un marché parfois caractérisé par des comportements grégaires, la qualité et les atouts concurrentiels de l'émetteur restent des facteurs déterminants de la réussite ou de l'échec d'une mobilisation de capitaux.





## Les événements politiques et économiques créent des possibilités sur les marchés financiers

Même si la crise financière américaine est maintenant derrière nous, les marchés financiers canadiens continuent de subir les contrecoups des récents événements politiques et économiques survenus dans le monde. Il est intéressant de noter que le total du financement par actions à la TSX au cours des cinq dernières années a atteint un sommet en 2009. Cela s'explique entre autres par la conjoncture favorable dont ont joui à ce moment-là les émetteurs du secteur de l'or et des produits de base, ainsi que les institutions financières qui désiraient raffermir leur bilan.



Source : Statistiques du Groupe TMX sur le financement par actions. Inclut le produit des PAPE et des placements secondaires comprenant les émissions d'actions sur le capital autorisé et les reclassements au moyen de prospectus. Les données de 2012 sont en date de la fin novembre.

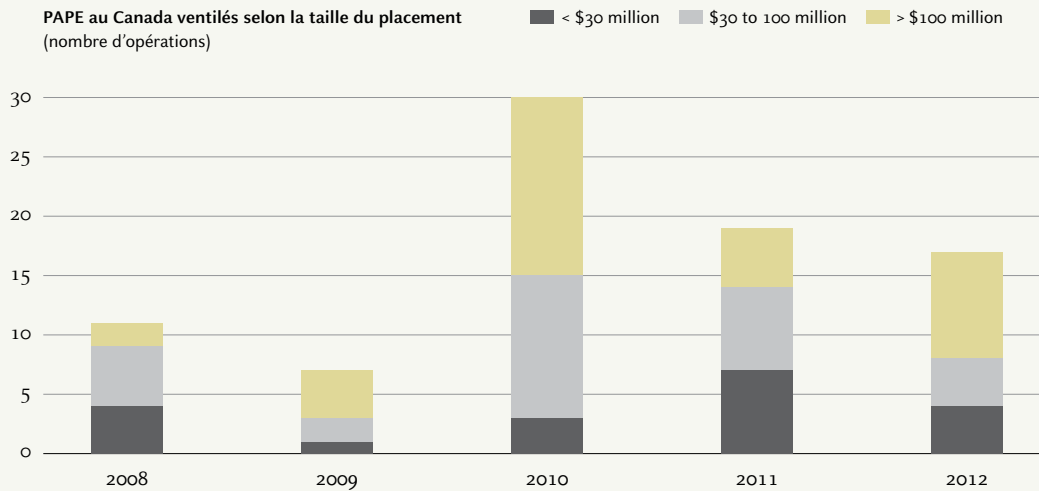
Plus récemment, les occasions ont été plus sporadiques. Les nouvelles émissions d'actions ont connu un démarrage lent en 2012 (le premier PAPE de l'année à la TSX a été conclu à la fin d'avril), mais ont fini l'année en beauté, à l'inverse de l'année précédente. La capacité de conclure des opérations avec célérité a souvent fait toute la différence entre la réussite et l'échec étant donné les remous sur les marchés. Les émetteurs feraient bien également de se préparer à l'éventualité que leurs transactions n'aboutissent pas. Fait rare auparavant au Canada, près de 20 % des PAPE – soit un sur cinq – ont été retirés au cours des trois dernières années, sans compter les émetteurs qui ont entamé le processus, mais qui ne se sont pas rendus à l'étape du dépôt initial.

EN 2012, OSLER A REPRÉSENTÉ DES ÉMETTEURS OU DES COURTIERES DANS LE CADRE DE PLACEMENTS EFFECTUÉS PAR LES SOCIÉTÉS SUIVANTES :

- Aéroports de Montréal
- Angle Energy Inc.
- Cameco Corporation
- Emera Incorporated
- Fairfax Financial Holdings Limited
- Hydro One Inc.
- Novadaq Technologies Inc.
- Parallel Energy Trust
- Rogers Communications Inc.
- TELUS Corporation
- De nombreux FPI, dont le groupe de FPI de Dundee, Chartwell Seniors Housing REIT et Calloway REIT



**PAPE au Canada ventilés selon la taille du placement**  
(nombre d'opérations)

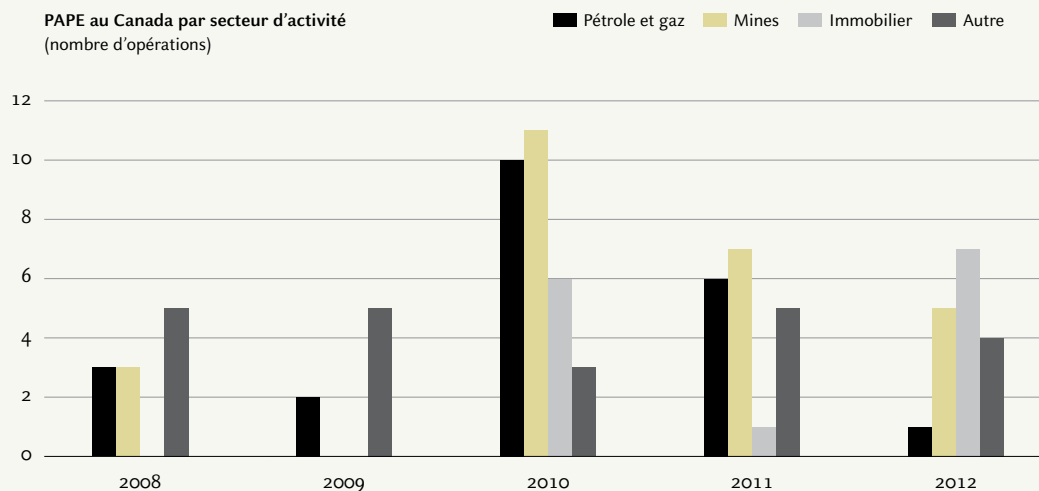


Source : FPInfomart. Inclut les PAPE négociés de plus de 10 millions de dollars comprenant une inscription à la cote de la TSX ou de la TSX-V. Exclut les opérations de sociétés de capital de démarrage (SCD). Certaines opérations amorcées en 2012 n'avaient pas été conclues au moment de mettre sous presse.

Il est peut-être étonnant de constater que 2010 a été l'année la plus forte et 2009 la plus faible pour ce qui est des PAPE réalisés au Canada au cours des cinq dernières années. Trente opérations ont eu lieu en 2010, ce qui en fait la période la plus faste pour les PAPE depuis le début de la crise financière mondiale, même si ce nombre est nettement inférieur aux 44 opérations conclues en 2007. À l'opposé, l'année 2009 – et non 2008 – ressort comme une des périodes les plus faibles des dernières années en termes de PAPE (il n'y en a eu que sept), même si le financement par actions total a été par ailleurs robuste cette année-là au Canada.

Le graphique ci dessous présente la répartition sectorielle des PAPE canadiens depuis cinq ans.

**PAPE au Canada par secteur d'activité**  
(nombre d'opérations)



Source : FPInfomart. Comprend les PAPE négociés de plus de 10 millions de dollars comprenant une inscription à la cote de la TSX ou de la TSX-V. Exclut les opérations de SCD. Certaines transactions amorcées en 2012 n'avaient pas été conclues au moment de mettre sous presse.



Dans un contexte où l'on évoque la possibilité que la production nationale croissante de pétrole aux États-Unis remplace les sources d'approvisionnement canadiennes, le nombre de nouveaux émetteurs dans le secteur pétrolier et gazier à avoir pénétré le marché au Canada a fortement reculé. Après une période favorable, le nombre de nouveaux émetteurs du secteur pétrolier et gazier réalisant des PAPE traditionnels a atteint un sommet en 2010. Mais, en 2012, un seul émetteur de ce secteur (la fiducie de revenu d'actifs étrangers Argent Energy Trust) a réussi son PAPE. Argent a finalement pu conclure son PAPE en août après de nombreuses tentatives. Une autre fiducie de revenu d'actifs étrangers du secteur pétrolier et gazier a dû retirer son PAPE faute d'avoir pu arriver à un accord sur le prix au terme de son processus de commercialisation, tandis qu'une fiducie de revenu d'actifs étrangers du même secteur a retiré officiellement son PAPE en 2012 après avoir annoncé ses intentions en 2011. Selon nous, la structure de fiducie de revenu d'actifs étrangers n'est pas en cause dans ces retraits. Les possibilités pour les entreprises non canadiennes de mobiliser des capitaux au Canada continueront de croître, que ce soit au moyen d'une structure de fiducie de revenu d'actifs étrangers ou dans le cadre d'opérations de placement traditionnelles.

Après avoir été évincés des marchés canadiens des PAPE en 2008 et 2009 sous l'impulsion de la conjoncture aux États-Unis, les fonds de placement immobilier (FPI), aussi appelés *fiducies* ou *sociétés de placement immobilier*, ont fait un retour en force, s'imposant comme le segment le plus actif en termes de PAPE en 2012. Les deux premiers PAPE réalisés à la TSX pendant l'année ont été le fait de FPI, tout comme deux des PAPE négociés vers la fin de l'année. Au moment de mettre sous presse, au moins l'un d'eux devait être reporté jusqu'en 2013. Profitant d'un accès aux marchés financiers, les FPI ont fait partie des rares acquéreurs à avoir été en mesure de concurrencer les grandes caisses de retraite pour attirer les investissements. Nous nous attendions à un certain ralentissement du rythme des nouveaux FPI entrant sur le marché en 2013, les opérations effectuées en 2012 n'étant pas encore absorbées. Or, la liste d'émetteurs de qualité pourrait s'allonger si l'on en juge par l'annonce faite récemment par Les Compagnies Loblaw limitée de son intention de créer un FPI dans le cadre d'un PAPE, ainsi que les spéculations entourant d'autres opérations possibles de la sorte. Fait intéressant, malgré le nombre élevé de placements subséquents effectués par des FPI en 2011, seul un nouvel émetteur immobilier (Dundee International REIT) a réalisé un PAPE traditionnel en 2011. Tout porte donc à croire qu'il faudra du temps avant que le marché des nouveaux FPI soit saturé.

Comme c'était le cas pour les émetteurs gaziers et pétroliers, les PAPE réalisés par des émetteurs du secteur minier ont atteint un sommet en 2010 en raison d'une forte demande de produits de base. Le nombre de PAPE et de placements subséquents par des sociétés minières a diminué en 2012. Bien qu'un certain nombre d'opérations aient été réalisées dans le secteur minier, il s'agissait généralement de placements de faibles montants, la seule exception étant le PAPE de 300 millions de dollars d'Ivanplats Limited, un émetteur canadien dont tous les actifs sont situés en Afrique. Nous pensons que le marché sera de nouveau réceptif aux émetteurs de qualité du secteur minier en 2013.





## La faiblesse des taux d'intérêt ouvre des perspectives sur les marchés des titres de créance

COLLABORATEURS

L'année 2012 s'est révélée une année riche de possibilités pour bon nombre d'émetteurs de titres de créance canadiens. Les faibles taux d'intérêt, combinés à un certain apaisement des inquiétudes entourant la crise de la dette souveraine européenne à la mi-année, ont permis aux émetteurs d'offrir des titres de créance assortis de coupons à des taux historiquement bas. Comme les années précédentes, les occasions ont été sporadiques et ponctuelles, mais le rythme des émissions sur douze mois témoigne de la vigueur soutenue de la demande de crédit.

Les émetteurs de titres de créance à rendement élevé canadiens ont pu saisir de nombreuses occasions, les investisseurs ayant continué de chercher le rendement dans un contexte de faibles taux d'intérêt. Le volume d'émissions a augmenté sur douze mois, un nombre important de transactions ayant eu lieu dans le secteur de l'énergie. Les clauses restrictives associées aux titres canadiens à rendement élevé sont toujours en évolution, mais reproduisent généralement celles du marché à rendement élevé des États-Unis.

En 2012, l'émission d'obligations à long terme échéant dans plus de 50 ans a connu une hausse sensible. Soulignons notamment l'émission par Enbridge Pipelines Inc. en juillet 2012 d'une obligation échéant en juillet 2112 et assortie d'un coupon de 4,1 %, la première obligation à 100 ans émise au Canada depuis 1997. Jusqu'ici, le marché de ces obligations s'est limité aux services publics et aux caisses de retraite, les investisseurs jugeant que ces entités sont les plus susceptibles d'être toujours en activité à l'échéance. Pour le bon émetteur, les obligations à long terme offrent la possibilité de profiter des faibles taux d'intérêt actuels dans le cadre d'une stratégie de financement stable à long terme.

## La fréquence des sollicitations de consentement est à la hausse

Longtemps considérées comme rares sur le marché canadien, les sollicitations de consentement sont devenues une façon populaire de demander des modifications aux modalités des titres de créance. En 2012, l'activité de sollicitation de consentement s'est sensiblement accrue, tant pour les titres de créance à rendement élevé que pour les obligations de bonne qualité.

Le vieil adage selon lequel rien n'est gratuit est particulièrement vrai dans un processus de sollicitation de consentement, puisque les émetteurs doivent souvent payer des « droits de consentement » élevés pour inciter les investisseurs à accepter de modifier les modalités d'obligations ou d'autres titres de créance. Le montant de ces droits dépend de la nature des modifications. Mais il peut aussi arriver que les investisseurs refusent toute modification, peu importe le prix que l'émetteur est prêt à payer. Un ou plusieurs porteurs d'obligations importants peuvent en effet mettre des bâtons dans les roues aux émetteurs qui tentent de faire approuver des modifications nécessaires, ce qui peut s'avérer particulièrement frustrant. Pour éviter ce genre de situation, il vaut mieux demander l'avis d'un investisseur clé avant de solliciter les autres détenteurs d'obligations. Il faut également tenir compte de l'incertitude inhérente aux sollicitations de consentement au moment d'émettre les titres de créance et s'assurer que les modalités de ceux-ci offriront la souplesse voulue à l'avenir.

osler.com

#### **Toronto**

Box 50, 1 First Canadian Place  
Toronto, Ontario, Canada M5X 1B8  
416.362.2111 TÉLÉPHONE  
416.862.6666 TÉLÉCOPIE

#### **PERSONNES-RESSOURCES**

Michael Innes  
Doug Marshall  
Emmanuel Pressman

#### **Montréal**

Bureau 2100,  
1000, rue De La Gauchetière  
Montréal, Québec, Canada H3B 4W5  
514.904.8100 TÉLÉPHONE  
514.904.8101 TÉLÉCOPIE

#### **PERSONNES-RESSOURCES**

Shahir Guindi  
Vitale Santoro  
Robert Yalden

#### **Ottawa**

Bureau 1900, 340, rue Albert  
Ottawa, Ontario, Canada K1R 7Y6  
613.235.7234 TÉLÉPHONE  
613.235.2867 TÉLÉCOPIE

#### **PERSONNES-RESSOURCES**

Craig Wright  
Elizabeth Walker  
Edward Vandenberg

#### **Calgary**

Suite 2500, TransCanada Tower  
450 – 1st St. S.W.  
Calgary, Alberta, Canada T2P 5H1  
403.260.7000 TÉLÉPHONE  
403.260.7024 TÉLÉCOPIE

#### **PERSONNES-RESSOURCES**

Janice Buckingham  
Robert Lehodey  
Frank Turner

#### **New York**

620 8th Avenue  
36th Floor  
New York, New York, U.S.A. 10018  
212.867.5800 TÉLÉPHONE  
212.867.5802 TÉLÉCOPIE

#### **PERSONNES-RESSOURCES**

Jason Comerford  
Randall Pratt  
Rob Lando

© 2012–2013 Osler, Hoskin & Harcourt S.E.N.C.R.L./s.r.l.  
Tous droits réservés.