

Faits à signaler sur la jurisprudence canadienne à l'égard des pilules empoisonnées



Au cours d'une année plutôt dynamique sur le plan des fusions et acquisitions hostiles au Canada, seules deux décisions ont été prises relativement à un régime de droits des actionnaires. En règle générale, ces décisions ont annoncé le retour du régime conventionnel de droits des actionnaires au Canada après les décisions divergentes et controversées des autorités de réglementation dans plusieurs provinces et territoires (notamment l'Ontario, l'Alberta et la Colombie-Britannique) ces deux dernières années. Lors de l'interdiction imposée à MOSAID et à Afexa de recourir à leurs régimes de droits des actionnaires, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (CVMO) et l'Alberta Securities Commission (ASC) ont indiqué tour à tour que la question n'est pas de savoir « si », mais « quand » un régime de droits prendra fin.

Osler a représenté les clients suivants en 2011 :

**COMITÉ SPÉCIAL DU CONSEIL
D'ADMINISTRATION D'AFEXA
LIFE SCIENCES**

dans le cadre de l'offre hostile de Paladin sur Afexa et de l'offre postérieure de Valeant (le « chevalier blanc ») sur Afexa.

STERLING PARTNERS

relativement à son acquisition de MOSAID Technologies pour 590 millions de dollars.

CAMECO

relativement à son offre hostile sur Hathor Exploration.

¹ À cet égard, voir : l'offre d'achat hostile d'Equinox Mineral sur Lundin et l'offre hostile ultérieure de Minmetals sur Equinox Mineral (qui a donné lieu à l'offre amicale de Barrick Gold pour l'acquisition d'Equinox Mineral); l'offre d'achat hostile du Groupe Maple sur le Groupe TMX pendant le projet de fusion (avorté par la suite) entre la TMX et la LSE; l'offre d'achat hostile de Paladin Labs sur Afexa Life Sciences et l'offre concurrente lancée par Valeant Pharmaceuticals Inc. (le « chevalier blanc »); l'offre d'achat hostile de Cameco sur Hathor Exploration et l'offre concurrente lancée par Rio Tinto (le « chevalier blanc »); et l'offre d'achat hostile de Wi-LAN sur MOSAID (qui s'est soldée par la proposition concurrente de Sterling Partners, le « chevalier blanc », au terme d'un plan d'arrangement). Dans chacune de ces différentes opérations, Osler a représenté l'une des principales parties.

Pilules empoisonnées au Canada

Au Canada, le régime de droits des actionnaires ou la « pilule empoisonnée » constitue le moyen de défense le plus courant contre une offre publique d'achat hostile. Comme les règles établies par la Bourse de Toronto exigent l'approbation des pilules par les actionnaires dans les six mois suivant leur adoption, les actionnaires institutionnels, les sociétés d'experts-conseils et les tenants d'une meilleure gouvernance d'entreprise ont eu une influence considérable sur leurs conditions, qui se sont plus ou moins normalisées dans la forme comme sur le fond. Les régimes de droits sont bien établis au Canada et ressemblent pour beaucoup à leurs équivalents américains, à deux grandes différences près. Tout d'abord, les régimes de droits canadiens prévoient généralement une marge pour les « offres permises », qui autorisent les sociétés initiatrices à acquérir les actions sans dilution après le maintien de l'offre pendant 60 jours, à condition que l'initiateur devienne acquéreur de la plupart des actions détenues par les actionnaires indépendants et consente à prolonger son offre de dix jours supplémentaires après l'acquisition initiale. Ensuite, les pilules canadiennes sont moins efficaces et moins durables que leurs équivalentes américaines, ce qui s'explique surtout par la différence dans le règlement des litiges portant sur leur application. Aux États-Unis, la contestation des régimes de droits des actionnaires passe devant les tribunaux, qui analysent les responsabilités des administrateurs pour déterminer si un conseil peut mettre en place et gérer un tel régime. Au Canada, les commissions des valeurs mobilières se prévalent généralement de leurs compétences pour émettre une interdiction d'opérations visant à invalider un régime de droits, généralement dans les 60 à 70 jours après la présentation de l'offre. Les autorités de réglementation mettent en balance l'intérêt qu'auraient les actionnaires à ne plus pouvoir accepter ou rejeter une offre, et la probabilité que la société cible puisse garantir une meilleure offre.

Par conséquent, on estime généralement que le Canada favorise les sociétés initiatrices dans la mesure où les régimes de droits des actionnaires font l'objet d'une interdiction d'opérations, en l'absence de fait inhabituel, dans les deux à trois mois suivant la présentation de l'offre. À l'opposé, le tribunal du Delaware a refusé d'invalider un régime de droits plus d'un an après l'offre dans une décision importante qu'il a récemment rendue aux États-Unis (*Air Products and Chemicals, Inc. v. Airgas, Inc.*). Le Canada ne dispose pas de conseils d'administration renouvelables par tranches pour contrarier d'éventuels acheteurs, et la plupart des régimes de droits sont structurés de façon à prévoir une marge pour les « offres permises ». Autrement dit, un conseil d'administration canadien ne peut pas « simplement dire non » et cherchera presque toujours à obtenir une meilleure offre. En règle générale, dès qu'une société cible canadienne est en voie d'être reprise, une opération de transfert de contrôle a toutes les chances de se produire.

Faits à signaler sur la
jurisprudence canadienne
à l'égard des pilules
empoisonnées

Jurisprudence des deux dernières années sur les pilules empoisonnées

Une question mérite quelques éclaircissements : comment avons-nous renoué en 2011 avec les principes établis par la jurisprudence traditionnelle sur les pilules empoisonnées? Au milieu de l'année 2009, la CVMO a refusé pour la première fois d'exercer sa compétence en matière d'intérêt public pour interdire le recours à un régime de droits dans l'affaire *Re Neo Material Technologies*. La décision a pris par surprise bien des observateurs, la CVMO ayant procédé à une analyse approfondie des obligations fiduciaires alors même que les précédentes décisions relatives aux régimes de droits avaient laissé entendre que l'appréciation des responsabilités des administrateurs relevait des tribunaux. Certains professionnels en exercice avaient avancé que la décision (conjuguée à une décision similaire rendue en 2007 par l'ASC dans l'affaire *Re Pulse Data*) pourrait permettre aux conseils de « simplement dire non » à une offre tandis que d'autres estimaient que les décisions en question visaient des faits particuliers et ne venaient en rien modifier l'approche canadienne traditionnelle à l'égard des régimes de droits.

En mai 2010, la British Columbia Securities Commission (BCSC) a penché pour la deuxième opinion et a interdit à Lions Gate de recourir à un régime de droits des actionnaires pour contrer l'offre publique d'achat hostile lancée par Carl Icahn. Dans l'affaire *Re Lions Gate*, la BCSC a exprimé des réserves sur la décision rendue dans l'affaire Neo et a fait remarquer qu'elle s'écartait de l'avis antérieur d'intérêt public donné par les commissions des valeurs mobilières canadiennes, touchant l'adoption des régimes de droits. La BCSC a également ajouté que l'approbation d'un régime de droits par les actionnaires ne suffisait pas, à elle seule, à justifier la préservation du régime en question. Il est plutôt pertinent d'en tenir compte si le régime de droits vise à donner au conseil plus de temps pour solliciter une offre bonifiée, une offre concurrente ou une autre opération.

En décembre 2010, la CVMO a interdit le recours à un régime de droits dans l'affaire *Re Baffinland Iron Mines*, car elle n'était pas disposée à entériner le régime compte tenu des offres concurrentielles sur Baffinland. Conformément aux décisions antérieures, la CVMO a estimé que les actionnaires devraient pouvoir accepter l'offre de leur choix. La CVMO a confirmé que les administrateurs ne pouvaient pas recourir à un régime de droits pour « simplement dire non » à une offre. La CVMO a également souligné que sa décision dans l'affaire Neo portait sur des faits inhabituels et que l'examen des obligations fiduciaires constituait un élément pertinent, mais secondaire. Cela dit, contrairement à la BCSC, la CVMO n'a pas contesté l'affirmation selon laquelle l'approbation fondée des actionnaires à la suite d'une offre pouvait jouer un rôle important dans la décision d'interdire ou non une pilule empoisonnée.

Faits à signaler sur la
jurisprudence canadienne
à l'égard des pilules
empoisonnées

Faits à signaler en 2011

Les décisions rendues en 2011 dans les affaires MOSAID et Afexa s'appuient sur les cas *Lions Gate* et *Baffinland*, car elles réaffirment l'analyse traditionnelle d'intérêt public à laquelle ont procédé les commissions des valeurs mobilières sur les régimes de droits.

En septembre 2011, l'ASC a interdit le recours à un régime de droits dans l'affaire *Re Afexa Life Sciences*, interdiction en vigueur à l'expiration d'une période de sollicitation prévue par une convention de soutien conclue avec un chevalier blanc à la suite d'une offre hostile et plus de sept semaines après le lancement de l'offre. Afexa a pu attirer l'attention sur plusieurs ententes de confidentialité signées et a soutenu qu'une meilleure offre aurait toutes les chances de surgir pendant la période de sollicitation. Le personnel de l'ASC et la société initiatrice de l'offre hostile ont plaidé en faveur d'une interdiction d'opérations sur-le-champ. Même si d'après l'ASC certains égards pour le conseil d'Afexa se justifiaient, il était en définitive du ressort de la commission (qui agit dans l'intérêt public), et non de celui des administrateurs, de déterminer quand un régime de droits des actionnaires a bien rempli ses objectifs et devait être résilié.

En octobre 2011, la CVMO a autorisé le maintien du régime de droits des actionnaires de MOSAID pendant environ trois semaines supplémentaires, car elle jugeait que la pilule empoisonnée remplissait un objectif, celui de prévoir la poursuite d'enchères pouvant augmenter la valeur pour les actionnaires. MOSAID a pu mettre en avant un projet d'acquisition qui avait été présenté et pouvait devenir une offre supérieure après un certain temps (ce qui fut effectivement le cas). La CVMO a décidé d'accorder un délai supplémentaire à MOSAID, quoiqu'inférieur à celui demandé par la société, même si plus de 90 % des actionnaires de MOSAID avaient voté la reconduction du régime de droits des actionnaires dès le lancement de l'offre hostile de Wi-LAN. Comme la date de l'interdiction d'opérations était fixée à 70 jours après le lancement de l'offre hostile, la décision de la CVMO de maintenir le régime de droits pendant une période limitée semble avoir été influencée par des facteurs traditionnels comme l'approbation des actionnaires, la taille et la complexité de MOSAID, et la preuve de l'existence d'un processus d'adjudication.

Compte tenu du contexte actuel, le respect à l'égard de l'approbation des régimes de droits par les actionnaires, qui a permis le maintien des régimes de droits dans les affaires *Neo* et *Pulse Data*, émane de cas particuliers qui se distinguent par leurs faits singuliers. Les décisions rendues dans les affaires Afexa et MOSAID vont dans le sens de la jurisprudence traditionnelle canadienne sur les régimes de droits. La question est toujours de savoir quand, et non si, un régime de droits prendra fin.

Nous semblons donc nous accorder sur l'importance à donner au vote des actionnaires sur un régime de droits : il s'agit d'un facteur pertinent, mais non déterminant. Dans les décisions rendues dans les affaires Afexa et MOSAID, il s'agissait avant tout de savoir si le régime de droits, dans l'éventualité de sa reconduction, permettrait l'émergence d'une meilleure offre. Dans les deux cas, il y a eu des preuves à cet effet, et dans l'affaire MOSAID, une offre supérieure

Faits à signaler sur la
jurisprudence canadienne
à l'égard des pilules
empoisonnées

émanant de Sterling Trust a abouti. L'approbation des actionnaires, même si elle est donnée dans les délais impartis et par une majorité écrasante, ne semble pas avoir eu beaucoup de poids. L'ASC et la CVMO ont également tenu compte des sociétés cibles pour choisir la date de résiliation du régime de droits, mais la position de la BCSC sur ce point n'est pas claire. S'il faut reconnaître que le Canada ne préconise pas la stratégie de défense qui consiste à « simplement dire non » à une offre, nos commissions des valeurs mobilières ont du pain sur la planche pour harmoniser leurs points de vue sur les questions soulevées dans ces affaires.

Faits à signaler sur la
jurisprudence canadienne
à l'égard des pilules
empoisonnées

Nos prévisions pour 2012

Un problème classique et particulièrement épineux dans la réglementation canadienne des valeurs mobilières ressort de la jurisprudence sur les régimes de droits : les incohérences et l'incertitude découlant des décisions prises par plusieurs commissions des valeurs mobilières au Canada. En décembre 2011, la Cour suprême du Canada a jugé que la loi nationale sur les valeurs mobilières proposée par le gouvernement fédéral était inconstitutionnelle. En l'absence d'une commission nationale des valeurs mobilières, toute tentative (si tant est qu'il y en ait une) visant à mettre fin aux incohérences et à l'incertitude propres à la jurisprudence canadienne sur les régimes de droits sera le fait des commissions provinciales des valeurs mobilières. À noter que la CVMO a récemment annoncé dans des espaces de discussion publique qu'elle entamait les premières étapes de révision de sa politique sur les tactiques de défense, notamment les régimes de droits. Elle a notamment laissé entendre qu'elle pourrait être disposée à accepter la proposition voulant qu'un régime de droits approuvé par les actionnaires doive pouvoir rester en vigueur pendant le délai autorisé tant que le conseil n'a pas décidé, dans l'exercice de ses obligations fiduciaires, de sa cessation. Si la CVMO adopte cette approche, les répercussions seront importantes sur la planification de la défense contre les regroupements d'entreprises. L'année 2012 pourrait donc apporter de nouveaux éléments concernant la réglementation des régimes de droits au Canada.