

The background of the cover is a photograph of a modern glass-walled building at sunset. The sun is low on the horizon, creating a strong lens flare and casting long, vertical reflections of red and orange light across the glass panels. In the foreground, a person is walking from left to right, their silhouette partially visible through the glass. The overall mood is professional and contemporary.

Fusions et acquisitions de sociétés ouvertes canadiennes

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

OSLER

Table des matières

Structures d'acquisition	3
Points à examiner avant de réaliser une acquisition	15
Protection des actionnaires minoritaires	21
Devoirs des administrateurs	22
Droit en matière de concurrence et examen des investissements étrangers	27

Structures d'acquisition

Bien que, au Canada, l'on puisse faire l'acquisition du contrôle d'une société ouverte suivant plusieurs méthodes différentes, les opérations de fusion et d'acquisition de sociétés ouvertes sont le plus souvent réalisées aux termes d'un « plan d'arrangement » ou, moins souvent, au moyen d'une « offre publique d'achat ». Ces opérations sont décrites en détail ci-dessous.

Plan d'arrangement

Aperçu

Un arrangement, souvent appelé « plan d'arrangement », est une opération qui, d'une part, est régie par les lois sur les sociétés par actions du territoire de constitution de la société cible et, d'autre part, est assujettie au vote des actionnaires. En effet, après avoir fait l'objet de négociations avec le conseil d'administration de la société cible, une telle opération doit ensuite obtenir l'approbation des actionnaires à l'occasion d'une assemblée extraordinaire convoquée à cette fin. En outre, un arrangement doit aussi être approuvé par les tribunaux. Puisqu'un arrangement permet d'acquérir tous les titres en circulation de la société cible en une seule étape et qu'il offre une très grande flexibilité quant à la structure de l'opération envisagée, la plupart du temps, les conseils d'administration vont privilégier cette structure d'acquisition.

Surveillance et approbation des tribunaux

Contrairement à toute autre structure d'opération à laquelle on a habituellement recouru pour procéder au changement de contrôle d'une société, un arrangement consiste en une procédure soumise à la surveillance des tribunaux.

La procédure menant à la réalisation de l'arrangement est déclenchée par la société cible qui dépose une demande en ce sens auprès du tribunal compétent. La société cible comparait une première fois devant le tribunal pour obtenir une ordonnance provisoire établissant les règles procédurales applicables à l'arrangement, laquelle n'est presque jamais contestée. L'ordonnance provisoire précisera, entre autres : (i) la manière suivant laquelle l'assemblée extraordinaire des actionnaires sera convoquée et tenue (y compris les documents relatifs à la sollicitation des procurations et les documents d'information à remettre aux porteurs de titres, la date de clôture des registres aux fins de la détermination des porteurs de titres habiles à voter à l'égard de l'opération, les délais de préavis applicables, ainsi que le moment et le lieu de l'assemblée); (ii) les personnes habiles à voter à l'assemblée; (iii) la question de savoir si des porteurs de titres seront fondés à voter en tant que catégorie distincte; et (iv) les seuils prescrits aux fins de l'approbation de l'arrangement.

Une fois l'assemblée des actionnaires tenue et la résolution relative à l'arrangement approuvée selon les seuils prescrits, la société cible demande au tribunal de rendre une ordonnance définitive approuvant l'arrangement. Le tribunal rendra l'ordonnance

Puisqu'un arrangement permet d'acquérir tous les titres en circulation de la société cible en une seule étape et qu'il offre une très grande flexibilité quant à la structure de l'opération envisagée, la plupart du temps, les conseils d'administration vont privilégier cette structure d'acquisition.

définitive s'il est convaincu du caractère « juste et raisonnable » de l'arrangement. Bien que les parties intéressées mécontentes puissent assister à l'audience relative à la demande d'ordonnance définitive et contester l'arrangement, les arrangements sont, la plupart du temps, approuvés sans opposition.

Approbation des actionnaires

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

Offre publique d'achat

Aperçu

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

Législation et principes directeurs

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

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

titre doit être offert à chaque porteur de la catégorie de titres faisant l'objet de l'offre.

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

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

Quand est-on en présence d'une offre publique d'achat?

Pour déterminer si on est en présence d'une offre publique d'achat, on se fonde sur des facteurs objectifs et, en particulier, sur le pourcentage que représente le nombre de titres comportant droit de vote ou de titres de capitaux propres dont l'initiateur (et ses alliés) a la propriété véritable ou sur lesquels il exerce un contrôle et le nombre de titres additionnels visés par l'offre publique d'achat. Le seuil d'une offre publique d'achat est établi à 20 % de n'importe quelle catégorie de titres comportant droit de vote ou de titres de capitaux propres. Pour déterminer si le niveau de participation maximal de l'initiateur est dépassé, le nombre de titres dont l'initiateur a la propriété véritable comprend les titres qu'il a le droit ou l'obligation d'acquérir dans les 60 jours (par exemple aux termes d'options, de bons de souscription ou de titres convertibles) et les titres détenus par des entités affiliées ou des alliés. Pour être assujettie aux règles canadiennes en matière d'offre publique d'achat, une offre doit être faite à une personne qui se trouve au Canada ou dont l'adresse inscrite au registre de la société cible est au Canada.

Traitement égal des actionnaires

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

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

Délais et exigences relatives à la remise de documents

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

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

Les offres publiques d'achat doivent demeurer ouvertes pendant au moins 105 jours (le délai obligatoire de 105 jours), sous réserve de deux exceptions. Premièrement, le conseil d'administration de l'émetteur cible publiera un « communiqué relatif à la



période de dépôt » à l'égard d'une offre publique d'achat proposée ou lancée, prévoyant une période de dépôt initiale inférieure à 105 jours et d'au moins 35 jours. Ainsi, le cas échéant, toute autre offre en cours ou subséquente pourra également bénéficier du délai de dépôt abrégé, calculé à partir de la date à laquelle cette autre offre est présentée. Deuxièmement, lorsqu'un émetteur annonce par communiqué qu'il a conclu une « opération de remplacement » (une opération de changement de contrôle amicale qui n'est pas une offre publique d'achat, telle qu'un arrangement), toute autre offre en cours ou subséquente pourra alors bénéficier d'un délai de dépôt d'au moins 35 jours calculé à partir de la date à laquelle cette autre offre est présentée.

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

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

Conditions de l'offre

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

Exigence de dépôt minimal

Les offres publiques d'achat sont soumises à une disposition, à laquelle il ne peut être renoncé, exigeant le dépôt minimal de plus de 50 % des titres en circulation de la catégorie faisant l'objet de l'offre, à l'exclusion des titres dont l'initiateur et ses

alliés ont la propriété véritable ou sur lesquels ils exercent un contrôle ou une emprise (l'exigence de dépôt minimal). L'initiateur peut toutefois hausser le seuil de l'exigence de dépôt minimal lorsqu'il a l'intention d'acquérir toutes les actions en circulation de la société cible. Dans un tel cas, l'initiateur imposera également une condition de dépôt minimal, qu'il fixera généralement à 66 ⅔ % (ou à 75 % dans le cas de certaines sociétés de la Colombie-Britannique), de façon à s'assurer d'acquérir un nombre suffisant d'actions pour lui permettre, dans un deuxième temps, de réaliser une opération de fermeture.

S'il acquiert plus de 90 % des titres visés par l'offre (à l'exclusion de ceux que possédaient déjà à la date de l'offre publique d'achat l'acquéreur, les sociétés membres de son groupe et les personnes avec qui il a un lien), l'acquéreur peut, en vertu des lois fédérales et provinciales canadiennes sur les sociétés par actions, procéder à l'acquisition forcée des actions restantes. Pour ce faire, le vote des actionnaires n'est pas requis, mais ceux-ci ont le droit de faire valoir leur dissidence et de se faire payer la juste valeur de leurs actions.

S'il acquiert moins de 90 %, mais plus de 66 ⅔ % (ou 75 % dans le cas de certaines sociétés de la Colombie-Britannique) des actions en circulation, l'initiateur peut réaliser l'acquisition de la totalité de la société cible au moyen d'une opération subséquente de fermeture. Une telle opération nécessitera le vote des actionnaires de la société cible à l'occasion d'une assemblée extraordinaire des actionnaires convoquée à cette fin. À cette occasion, l'initiateur pourra exercer les droits de vote rattachés aux actions qu'il a acquises aux termes de l'offre. Puisque, en vertu des lois sur les sociétés par actions applicables, le seuil du vote pour qu'une opération de fermeture (telle qu'un arrangement ou un regroupement) soit approuvée est de 66 ⅔ % (ou de 75 % dans le cas de certaines sociétés de la Colombie-Britannique) des voix exprimées à l'assemblée des actionnaires, l'initiateur est assuré que l'opération sera approuvée.

Exigence de prolongation de 10 jours

Une fois que l'exigence de dépôt minimal a été satisfaite et que toutes les autres conditions ont été remplies ou ont fait l'objet d'une renonciation, une offre publique d'achat doit être prolongée d'au moins 10 jours (l'exigence de prolongation de 10 jours).

L'exigence de prolongation de 10 jours supprime le risque que les actionnaires se sentent contraints de déposer leurs actions en réponse à l'offre, car elle leur donne l'assurance d'avoir la possibilité de déposer leurs actions après la réalisation de l'offre, le cas échéant.

Offres publiques d'achat partielles

Les offres publiques d'achat partielles sont permises. Cependant, les offres visant « toutes et chacune des actions » déposées ou « jusqu'à concurrence de 100 % » des actions en circulation ne sont pas permises en raison de l'exigence de dépôt minimal. Bien que les offres partielles visant moins de la totalité des actions en circulation d'une société cible soient permises du point de vue légal, l'exigence de dépôt minimal rend leur réalisation difficile. En effet, l'exigence de dépôt minimal s'applique même quand l'offre vise moins de la totalité des actions. Par conséquent, les actionnaires qui voudraient vendre leurs actions dans le cadre de l'offre partielle pourraient ne pas avoir le droit de le faire, parce que d'autres actionnaires détenant plus de 50 % des actions de la catégorie visée ont choisi de ne pas déposer leurs actions en réponse à l'offre.

Intégration des achats de titres sur le marché

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

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

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

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

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

Offres publiques d'achat dispensées

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

- **Achats dans le cours normal des activités :** Il existe une dispense des exigences formelles applicables aux offres publiques d'achat qui permet à un porteur de plus de 20 % des titres d'une catégorie ou des actions comportant droit de vote (ou à une personne agissant conjointement ou de concert avec lui) d'acheter des actions additionnelles de la même catégorie représentant jusqu'à 5 % des actions de cette catégorie alors en circulation au cours d'une période de 12 mois (lorsqu'elles sont combinées à tous les autres achats effectués durant cette période, autres que les achats effectués en réponse à une offre en bonne et due forme). Il doit toutefois y avoir un marché organisé pour ces actions et l'initiateur ne peut payer un prix plus

élevé que le « cours du marché » (le dernier cours payé pour une unité de négociation standard des titres par une personne qui n'agissait pas conjointement ni de concert avec l'initiateur), majoré des frais de courtage raisonnables ou des commissions réellement versées.

- **Contrats de gré à gré** : Les achats effectués aux termes de contrats de gré à gré qui font en sorte que l'acquéreur dépasse le seuil établi pour les offres publiques d'achat sont permis dans certains cas limités. Ce contrat doit avoir été conclu avec au plus cinq vendeurs et ces vendeurs ne peuvent recevoir une contrepartie représentant plus de 115 % du « cours » des titres (généralement le cours de clôture moyen des titres pour les 20 jours de bourse précédents). Des conventions accessoires ne peuvent être conclues avec des porteurs de titres qui souhaitent se départir de leurs titres dans le but d'obtenir indirectement une contrepartie plus élevée.
- **Émetteurs qui ne sont pas des émetteurs assujettis** : Il existe une dispense des exigences formelles applicables aux offres publiques d'achat lorsque (i) la société cible n'est pas un émetteur assujetti, (ii) il n'existe aucun marché organisé pour les titres faisant l'objet de l'offre et (iii) le nombre de porteurs de titres de la catégorie faisant l'objet de l'offre n'est pas supérieur à 50 (à l'exclusion des employés actuels et anciens). La dispense relative aux émetteurs qui ne sont pas des émetteurs assujettis est fréquemment invoquée dans le cas d'acquisitions de sociétés fermées comptant un grand nombre d'actionnaires.
- **Offre publique d'achat à l'étranger** : Une offre publique d'achat est dispensée des exigences formelles applicables aux offres publiques d'achat si moins de 10 % des actions de la catégorie visée alors en circulation sont détenues par des résidents canadiens et que le marché organisé sur lequel le volume d'opérations sur les titres de la catégorie visée a été le plus important dans les 12 mois précédant le lancement de l'offre ne se trouve pas au Canada. Les actionnaires au Canada doivent avoir le droit de participer à l'offre à des conditions au moins aussi favorables que celles s'appliquant à l'ensemble des actionnaires et les documents relatifs à l'offre qui sont transmis aux actionnaires doivent être déposés auprès des autorités en valeurs mobilières provinciales canadiennes et transmis simultanément aux actionnaires qui résident au Canada. S'il n'existe pas de version anglaise des documents relatifs à l'offre, un résumé des conditions de l'offre en anglais (et, si certains actionnaires sont des résidents du Québec, en français) est déposé et transmis aux actionnaires canadiens qui se trouvent en territoire canadien. Si aucun document relatif à l'offre n'est transmis aux actionnaires, mais que l'initiateur publie une annonce ou un avis relativement à l'offre dans le territoire dans lequel la société cible est constituée ou organisée, une annonce en anglais (et, si certains actionnaires sont des résidents du Québec, en français) doit être publiée dans au moins un grand quotidien dans chaque province du Canada où il y a des actionnaires.
- **Actionnariat minimal au Canada** : Les règles relatives aux offres publiques d'achat contiennent une dispense des exigences formelles applicables aux offres publiques d'achat dans une province canadienne lorsque le nombre de porteurs véritables y résidant est négligeable. Pour que cette exemption puisse s'appliquer, le nombre de propriétaires véritables dans le territoire doit être inférieur à 50 et les titres détenus par ces propriétaires véritables doivent représenter moins de 2 % des titres en circulation de la catégorie visée. Les actionnaires au Canada doivent avoir le droit de participer à l'offre à des conditions au moins aussi favorables que celles s'appliquant à l'ensemble des actionnaires et les documents relatifs à l'offre qui sont transmis aux actionnaires doivent être déposés auprès des autorités en valeurs mobilières provinciales au Canada et transmis simultanément aux actionnaires qui résident au Canada.

Des décisions récentes des autorités en valeurs mobilières ont mis l'accent sur la certitude du régime des offres publiques d'achat, de sorte que les régimes de droits n'ont généralement pas été autorisés à demeurer en vigueur dans le but d'empêcher les acquisitions d'actions faites conformément aux exigences formelles applicables aux offres publiques d'achat, sauf circonstances inhabituelles.

Régimes de droits des actionnaires

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

Des décisions récentes des autorités en valeurs mobilières ont mis l'accent sur la certitude du régime des offres publiques d'achat, de sorte que les régimes de droits n'ont généralement pas été autorisés à demeurer en vigueur dans le but d'empêcher les acquisitions d'actions faites conformément aux exigences formelles applicables aux offres publiques d'achat, sauf circonstances inhabituelles.

Les régimes de droits auront toujours un rôle à jouer pour protéger les émetteurs cibles des « prises de contrôle rampantes », comme les offres qui sont faites dans le cadre de dispenses pour achats dans le cours normal des activités ou pour contrats de gré à gré, et prévenir les conventions de dépôt irrévocable. Les émetteurs peuvent également tenter d'adopter un régime de droits stratégique vers la fin de la période de 105 jours s'ils estiment ne pas disposer de suffisamment de temps pour réagir à une offre hostile (bien que, comme il a été mentionné précédemment, les autorités en valeurs mobilières interdiront probablement rapidement les opérations à l'égard d'un régime de droits, sauf circonstances inhabituelles).

Considérations relatives à la législation américaine

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

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

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

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

Principaux avantages et inconvénients des arrangements et des offres publiques d'achat

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

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

L'acquisition d'une société cible canadienne ayant des actionnaires résidant aux États-Unis au moyen d'un plan d'arrangement approuvé par le tribunal constitue généralement la meilleure façon de faire, du point de vue de la législation en valeurs mobilières applicable aux États-Unis. La sollicitation de procurations nécessaires à

l'approbation d'un plan d'arrangement ne déclenche pas l'application des règles américaines en matière d'offres publiques d'achat, et les règles relatives à la sollicitation de procurations de la SEC ne s'appliquent généralement pas aux sociétés canadiennes. En outre, on a généralement recours à la dispense prévue à l'alinéa 3a)(10) de la *Securities Act of 1933* des États-Unis pour offrir une contrepartie en actions aux porteurs américains d'une société cible canadienne aux termes d'un plan d'arrangement approuvé par le tribunal, sans qu'il soit nécessaire de déposer une déclaration d'enregistrement auprès de la SEC.

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

Avantages d'un arrangement	Inconvénients d'un arrangement
<ul style="list-style-type: none"> • L'acquisition de tous les titres en circulation de la société cible en une seule étape. • Une très grande flexibilité quant à la structure, au traitement des titres convertibles (par exemple, options, bons de souscription) et à l'atteinte des objectifs de planification fiscale. • Les conditions de financement, l'écart dans le traitement des actionnaires, les avantages accessoires et autres restrictions imposées par les règles applicables aux offres publiques d'achat sont permis dans le cadre d'un arrangement. • Un seuil d'approbation peut-être moins élevé (généralement, deux tiers des voix exprimées à l'assemblée et, en l'absence de questions relatives aux personnes liées et de l'obligation de tenir un vote pour obtenir l'approbation des actionnaires minoritaires, les droits de vote rattachés aux actions détenues par la partie qui se propose de réaliser l'acquisition ou par la partie à la fusion peuvent être exercés). • Si les délais d'approbation réglementaire sont longs, la possibilité de « retrait par devoir fiduciaire » se termine à la date de l'assemblée des actionnaires, tandis que dans le cas d'une offre publique d'achat, elle se termine à la date à laquelle toutes les conditions de l'offre ont été satisfaites ou fait l'objet d'une renonciation. • La disponibilité éventuelle de la dispense d'enregistrement en vertu des lois sur les valeurs mobilières américaines dans le cas d'une entente d'échange d'actions. • Les approbations données par les actionnaires et le tribunal permettent de mettre les administrateurs à l'abri de toute responsabilité continue après la réalisation de l'opération. 	<ul style="list-style-type: none"> • Ne peut être utilisé sans l'approbation du conseil d'administration de la société cible. La société cible contrôle le calendrier et le plan d'action. • La procédure assujettie à la surveillance du tribunal et l'audience quant au caractère équitable de l'arrangement créent un risque d'exécution accru et les porteurs de titres sont susceptibles de formuler des objections et des plaintes dans le cadre de celles-ci. • Les droits de dissidence et ceux relatifs à l'évaluation normalement accordés aux actionnaires de la société cible. Toutefois, les droits de dissidence s'appliqueraient aux actionnaires qui n'ont pas déposé leurs actions dans le cadre d'une acquisition forcée ou d'une opération d'acquisition subséquente à une offre.

Avantages d'une offre publique d'achat	Inconvénients d'une offre publique d'achat
<ul style="list-style-type: none"> • Dans le cadre d'une opération hostile, nul besoin de négocier une entente avec le conseil d'administration de la société cible. • Aucun droit de dissidence et d'évaluation n'est accordé aux actionnaires de la société cible, bien que des droits de dissidence s'appliquent aux actionnaires n'ayant pas déposé leurs actions dans le cadre d'une acquisition forcée ou d'une opération d'acquisition subséquente à une offre. 	<ul style="list-style-type: none"> • Une offre publique d'achat peut ne pas résulter en l'acquisition de toutes les actions en circulation et peut nécessiter d'être suivie, dans une deuxième étape, par une opération de fermeture, si moins de 90 % des actions sont déposées. Une telle opération retardera de six à huit semaines l'acquisition de la totalité des actions. • Les exigences en matière de financement, non applicables dans le cas d'un arrangement, sont problématiques pour certains acquéreurs. • Les dispositions d'intégration aux opérations antérieures à l'offre s'appliquent. • L'interdiction d'accorder des avantages accessoires peut rendre certaines opérations plus difficiles à réaliser, notamment les acquisitions financées par capitaux propres lorsque les dirigeants détiennent une participation importante après la clôture de l'acquisition par l'acquéreur.

Autres structures d'opérations

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

Le terme « fusion » correspond pour l'essentiel au terme « *merger* » des lois étatiques sur les sociétés par actions en vigueur aux États-Unis. Cependant, le concept de fusion n'est pas défini dans les lois canadiennes sur les sociétés par actions (processus aux termes duquel une société en absorbe une autre, entraînant la dissolution de cette autre société qui disparaît, et auquel survit la première société qui continue d'exercer ses activités). Plutôt, en vertu des lois canadiennes sur les sociétés par actions, les sociétés procédant à une fusion se combinent pour former une seule société. Les droits, l'actif et les dettes de chaque société qui fusionne survivent en tant que ceux de la société telle qu'elle existe après la fusion. Les fusions sont rarement utilisées dans le cadre d'opérations sans lien de dépendance.

Une restructuration du capital-actions peut être utilisée comme structure d'acquisition en modifiant la composition du capital-actions dans les statuts constitutifs de la société cible de manière à rendre obligatoire le transfert des actions de la société cible à l'acquéreur en échange d'un montant en espèces et/ou d'actions de l'acquéreur. Les restructurations du capital-actions sont rarement utilisées dans le cadre d'opérations sans lien de dépendance.

Dans le cas aussi bien d'une fusion que d'une restructuration du capital-actions, l'acquéreur aura généralement besoin de l'approbation de 66 ⅔% des voix exprimées à l'assemblée des actionnaires de la société cible convoquée à cette fin.

Points à examiner avant de réaliser une acquisition

Système d'alerte et déclarations d'initiés

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

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

Les investisseurs institutionnels admissibles, y compris les établissements financiers, les caisses de retraite ainsi que certains fonds de capital-investissement et fonds spéculatifs peuvent recourir au régime de déclaration mensuelle (RDM), dont le concept est similaire au système de déclaration prévu à la *Schedule 13G* aux États-Unis. La principale différence entre le système d'alerte conventionnel et le RDM consiste en le fait que le système conventionnel exige la publication d'un communiqué en temps utile et le dépôt d'une déclaration en vertu du système d'alerte dans les deux jours ouvrables qui suivent l'atteinte d'un seuil déclencheur de déclaration, de même qu'une période de réflexion dans les circonstances décrites précédemment, tandis que le RDM permet généralement de déclarer les niveaux de détention en propriété chaque mois, chacune des déclarations devant être faite dans les 10 jours qui suivent la fin du mois, sans période de réflexion. Un investisseur institutionnel admissible est exclu du RDM s'il : (i) présente ou a l'intention de présenter une offre publique d'achat en bonne et due

forme ou propose ou a l'intention de proposer une restructuration, un regroupement, une fusion, un arrangement ou un autre regroupement d'entreprises semblable touchant un émetteur assujéti si cette opération faisait en sorte que les investisseurs institutionnels admissibles aient le contrôle effectif de l'émetteur; ou (ii) sollicite des procurations auprès des porteurs de titres dans certaines circonstances particulières. L'interdiction d'utiliser le RDM pour solliciter des procurations ne s'applique pas lorsque l'investisseur institutionnel admissible « a l'intention de solliciter » des procurations. Par conséquent, les investisseurs militants peuvent être en mesure d'utiliser le RDM dans le cadre d'une stratégie d'accumulation des richesses avant le commencement de la course aux procurations.

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

Acquérir une participation restreinte

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

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

Principaux avantages et inconvénients d'une participation restreinte

Avantages d'une participation restreinte	Inconvénients d'une participation restreinte
<ul style="list-style-type: none"> • Si elle est suffisamment importante, la participation restreinte est susceptible de permettre à l'initiateur d'influencer la direction de la société cible. • Offre l'occasion d'acquérir des actions sans payer une prime importante, réalisant ainsi des économies qui peuvent servir à financer un prix plus élevé dans le cadre d'une offre en bonne et due forme et, en fin de compte, à réduire le coût moyen de l'acquisition si l'offre publique d'achat est réalisée. • L'achat initial peut soit dissuader d'autres initiateurs potentiels, soit augmenter la possibilité de récupérer les coûts de l'opération dans l'éventualité où une offre concurrente est supérieure à l'offre de l'initiateur. • Les achats initiaux peuvent permettre à l'initiateur de se prévaloir des droits accordés aux actionnaires en vertu des lois sur les sociétés par actions, y compris celui de demander la tenue d'une assemblée des actionnaires. 	<ul style="list-style-type: none"> • L'achat d'actions auprès de la société cible peut augmenter les coûts et le risque de pertes de l'initiateur si l'opération n'est pas réalisée. • De tels achats peuvent augmenter la probabilité d'une divulgation prématurée des intentions de l'initiateur. • Le mouvement du marché pourrait entraîner une augmentation du prix des actions de la société cible, ce qui aurait comme conséquence de diminuer la prime apparente offerte. • De tels achats sont susceptibles d'avoir une incidence sur l'application des exigences des règles d'intégration et de celles applicables à une offre publique d'achat par un initié. • Les achats effectués avant la date de l'offre risquent de rendre plus difficile la satisfaction de l'exigence de dépôt minimal, puisque les actions dont l'initiateur et ses alliés sont propriétaires ne sont pas prises en compte dans le calcul.

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

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

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

Acquisition « amicale »

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

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

(dans le cas où l'opération est structurée à la manière d'une offre publique d'achat) ou l'obtention de l'approbation des porteurs de titres (dans le cas où l'opération est structurée à la manière d'un arrangement).

Offre publique d'achat « hostile »

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

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

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

Conventions de dépôt

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

Approbation des actionnaires de l'acquéreur

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

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



Protection des actionnaires minoritaires

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

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

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

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

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

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

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

Devoirs des administrateurs

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

Devoir fiduciaire

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

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

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

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

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

sur les sociétés par actions au Canada confèrent aux actionnaires le droit d'intenter une action contre une société et les administrateurs de celle-ci pour cause d'abus si les intérêts des actionnaires ont été injustement ignorés.

Devoir de diligence

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

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

Création d'un comité spécial

Relativement à la question de savoir si le devoir de diligence a été effectivement rempli, un critère déterminant est celui de savoir si un conseil d'administration devrait créer un comité spécial d'administrateurs indépendants pour examiner et évaluer une offre publique d'achat ou une proposition d'acquisition crédible.

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

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

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

Recours en cas d'abus

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

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

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

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

Actes des administrateurs après une proposition d'acquisition

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



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

Le conseil d'administration pourrait donc choisir de prendre un engagement exclusif avec un acquéreur éventuel, sans effectuer au préalable une analyse du marché pour trouver d'autres acheteurs potentiels ou sans faire une mise aux enchères. Ou encore, le conseil d'administration pourrait décider qu'il est préférable de procéder à une analyse du marché compte tenu des circonstances. Le conseil d'administration pourrait également envisager de faire une mise aux enchères, mais il n'y est pas tenu par la loi. Le conseil d'administration exercera son jugement en se fondant, notamment, sur les modalités de la proposition d'acquisition, le fait que l'acquéreur éventuel exige ou non l'exclusivité comme condition à la poursuite des négociations, l'ensemble des autres acheteurs possiblement intéressés, l'incidence du processus sur les activités de la société et la nature du processus qui est raisonnablement le plus susceptible d'entraîner les meilleurs résultats pour les actionnaires ainsi que pour les autres parties intéressées de la société.

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

Mesure de protection de l'opération et mesures de défense

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

Parmi les mesures de protection souvent utilisées dans le cadre d'une opération soutenue par le conseil d'administration figurent les dispositions de non-sollicitation (« d'exclusivité »), aux termes desquelles une société cible convient de ne pas solliciter ou négocier d'autres offres, ainsi que l'engagement de recommander l'opération ainsi soutenue et de verser une indemnité de rupture des négociations si la convention devait être résiliée dans certaines circonstances. Les dispositions de non-sollicitation permettent généralement au conseil d'administration dans l'exercice de son devoir fiduciaire de négocier avec un initiateur concurrent qui ferait une proposition d'acquisition non sollicitée susceptible d'être supérieure à la proposition déjà à l'étude. Une clause de retrait par devoir fiduciaire permet également au conseil d'administration de revenir sur sa recommandation antérieure et de conclure une convention de soutien relative à l'offre supérieure. Ce qui fait qu'une proposition soit supérieure à une autre est une question négociable, mais on exige presque toujours que la proposition d'acquisition soit plus avantageuse sur le plan financier, pour les actionnaires de la société cible, que la proposition existante. Le versement d'une indemnité de rupture est permis en vertu des lois canadiennes, à la condition que l'indemnité permette d'établir un équilibre commercial raisonnable entre l'effet négatif potentiel de ces frais en tant qu'inhibiteur d'enchères et leur effet positif en tant que stimulateur d'enchères (y compris si l'indemnité était nécessaire pour provoquer une offre concurrente). L'indemnité de rupture représente habituellement entre 2 % et 4 % de la valeur nette réelle de l'opération.

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

Droit en matière de concurrence et examen des investissements étrangers

Loi sur la concurrence

La *Loi sur la concurrence* (la « LC ») prévoit une procédure pour l'examen des opérations qui comportent l'acquisition d'une entreprise au Canada.

Préavis de fusion

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

- **Taille des parties :** Toutes les parties et leurs entités affiliées ont au Canada des éléments d'actif dont la valeur comptable brute totale dépasse 400 millions de dollars, ou ont réalisé des revenus bruts provenant de ventes au Canada, en direction du Canada ou en provenance du Canada dont la valeur totale dépasse 400 millions de dollars;
- **Taille de l'opération :** La valeur comptable totale des éléments d'actif au Canada dont l'acquisition est proposée ou les revenus bruts provenant de ventes au Canada, en direction du Canada ou en provenance du Canada réalisés à partir de tous les éléments d'actif dont l'acquisition est proposée dépassent 93 millions de dollars (seuil pour 2024, révisé chaque année).

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

Si un préavis est requis, les parties doivent fournir certains renseignements au Bureau de la concurrence, notamment les détails de l'opération, les entreprises liées, la description des produits, une liste des clients et des fournisseurs et certains documents préexistants qui évaluent l'incidence de l'opération sur la concurrence. L'opération ne peut pas être clôturée avant l'expiration d'une période d'attente obligatoire de 30 jours. Si, avant l'expiration de la période d'attente, le commissaire de la concurrence fait une demande de renseignements supplémentaires (« DRS »), la période d'attente est prolongée d'une période supplémentaire se terminant 30 jours après la conformité totale avec la DRS. Une opération pourra être réalisée après l'expiration de la période d'attente applicable, à moins que le commissaire n'ait demandé et obtenu une injonction empêchant la clôture.

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

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

Si un CDP n'est pas délivré, le commissaire a le droit d'examiner et de contester toute opération dans l'année suivant la clôture de celle-ci. Si une opération n'est pas soumise à l'exigence de préavis et n'est pas notifiée volontairement par le biais du dépôt d'une demande de CDP, le commissaire peut contester l'opération au cours des trois années qui suivent la clôture de celle-ci.

Norme de contrôle

Le test de corroboration vise à déterminer si l'opération aura vraisemblablement pour effet d'empêcher ou de diminuer sensiblement la concurrence dans un marché au Canada. Dans le cadre de cette analyse, le Bureau de la concurrence tiendra compte d'un certain nombre de facteurs, notamment les marchés appropriés pour le produit et les marchés géographiques concernés, la concentration et la part du marché, le maintien de la concurrence dans le marché, les perspectives de nouveaux concurrents, les obstacles à l'entrée dans le marché, l'insolvabilité de la société cible, le rôle de la réglementation ou de l'innovation dans le marché concerné, le pouvoir compensateur des acquéreurs, les effets de réseau, l'ancrage de la position de marché des principaux titulaires, les effets sur la concurrence hors prix (par exemple, la qualité, le choix ou la vie privée des consommateurs) et la coordination entre concurrents.

Lorsqu'une opération aura vraisemblablement pour effet d'empêcher ou de diminuer sensiblement la concurrence, le commissaire peut demander au Tribunal de la concurrence de rendre une ordonnance pour remédier au problème (ou, alternativement, le commissaire et les parties à la fusion peuvent signer un consentement qui, une fois enregistré auprès du Tribunal, a la force d'une ordonnance du Tribunal). La LC prévoit une présomption réfutable de préjudice concurrentiel



fondée sur la part de marché et la concentration après la fusion. Plus précisément, une opération est présumée avoir vraisemblablement pour effet d'empêcher ou de diminuer sensiblement la concurrence si, dans tout marché pertinent, en raison de l'opération, à la fois :

1. l'indice de concentration (lequel correspond à la somme des carrés des parts du marché des fournisseurs ou des clients) augmente ou augmentera vraisemblablement de plus de 100;
2. l'indice de concentration est ou sera vraisemblablement supérieur à 1800, ou la part du marché des parties à la fusion est ou sera vraisemblablement supérieure à 30 %.

Pour réfuter la présomption structurelle, les parties à la fusion doivent prouver que l'opération n'aura vraisemblablement pas pour effet d'empêcher ou de diminuer sensiblement la concurrence. Les éléments de preuve susceptibles d'être avancés peuvent inclure, par exemple, la probabilité de l'entrée ou de l'expansion d'autres acteurs du marché, les efforts d'innovation en cours et les changements au sein d'un marché dynamique, le pouvoir compensateur des clients et la déconiture vraisemblable de la cible en l'absence de fusion, pour ne citer que quelques éléments pouvant être avancés.

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

Loi sur investissement canada – examen de l'avantage net

De façon générale, en dehors du contexte de la sécurité nationale, la *Loi sur Investissement Canada* (la « LIC ») s'applique lorsqu'un investisseur non-canadien propose d'acquérir le contrôle d'une entreprise canadienne (au sens de la LIC), directement ou indirectement, ou de constituer une nouvelle entreprise canadienne.

Acquisition de contrôle

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

Demande d'examen et avis d'investissement

Les opérations visant l'acquisition directe du contrôle d'une entreprise canadienne qui excèdent certains seuils monétaires doivent faire l'objet d'un examen de l'avantage net préalable à la clôture par le ministre de l'Innovation, des Sciences et de l'Industrie (ou le ministre du Patrimoine canadien lorsque l'entreprise canadienne exerce des activités dans le secteur culturel), alors que toutes les autres opérations visant l'acquisition

du contrôle ne sont soumises qu'à un avis d'investissement. En ce qui concerne les opérations visant l'acquisition directe du contrôle d'une entreprise canadienne par un non-Canadien qui doivent faire l'objet d'un examen de l'avantage net préalable à la clôture, il existe six seuils différents :

- **Acquisition directe d'une unité ouverte** : 1,386 milliard de dollars ou plus* en valeur d'affaires, en fonction de la capitalisation boursière de la cible, plus le total du passif (autre que le passif d'exploitation), moins les espèces et quasi-espèces.
- **Acquisition directe d'une unité autre qu'une unité ouverte** : 1,386 milliard de dollars ou plus* en valeur d'affaires, en fonction de la valeur totale d'acquisition, plus le total du passif (autre que le passif d'exploitation), moins les espèces et quasi-espèces. Si l'investisseur acquiert moins de la totalité de l'unité, la valeur totale d'acquisition comprendra des montants additionnels à ceux qui sont payables par le non-Canadien qui acquiert le contrôle.
- **Acquisition de la quasi-totalité de l'actif d'une entreprise canadienne** : 1,386 milliard de dollars ou plus* en valeur d'affaires, en fonction de la contrepartie totale à payer, plus le passif assumé par l'investisseur (autre que le passif d'exploitation), moins les espèces et quasi-espèces qui sont transférées à l'investisseur.
- **Acquisition directe d'une entreprise culturelle** : la valeur comptable de l'actif de l'entreprise canadienne est de 5 millions de dollars ou plus.
- **Acquisition directe par un investisseur non-OMC (Organisation mondiale du commerce) d'une cible qui n'est pas sous le contrôle de l'OMC** : la valeur comptable de l'actif de l'entreprise canadienne est de 5 millions de dollars ou plus.
- **Acquisition directe par une entreprise d'État** : la valeur comptable de l'actif de l'entreprise canadienne est de 551 millions de dollars ou plus (seuil pour 2025, révisé chaque année).

Le seuil de la valeur d'affaires est soumis à un ajustement annuel basé sur une formule d'indexation qui est fonction du produit intérieur brut. Les acquisitions directes d'entreprises canadiennes inférieures aux seuils et les investissements indirects par des investisseurs OMC, y compris par des entreprises d'État, ne sont assujettis qu'à l'obligation d'avis d'investissement, mais ils peuvent toujours faire l'objet d'un examen au titre de la sécurité nationale. Un investissement indirect (l'acquisition d'une société étrangère ayant une filiale canadienne) ne peut faire l'objet d'un examen à moins qu'il ne s'agisse d'un investissement indirect par un investisseur autre qu'un investisseur OMC ou que l'entreprise canadienne ne soit une entreprise culturelle, auquel cas le seuil correspond à une valeur comptable de 50 millions de dollars ou plus d'actif (ou 5 millions de dollars lorsque la valeur de l'actif mondial de l'entreprise canadienne dépasse 50 % de la valeur de tous les éléments d'actif acquis). En pareils cas, l'examen est effectué après la clôture de l'opération.

Lorsqu'une acquisition est assujettie à un examen préalable à la clôture, les parties ne peuvent pas clore l'opération tant que le ministre responsable de l'examen n'a pas accordé son approbation. La demande d'examen comporte les détails de l'opération, les renseignements sur l'investisseur et l'entreprise canadienne et les plans de l'investisseur à l'égard de l'entreprise canadienne. On demande généralement à l'investisseur de soumettre des engagements exécutoires par écrit qui demeureront

* Pour les investisseurs qui ne sont pas des entreprises d'État de l'Union européenne, des États-Unis, du Royaume-Uni, du Mexique, de l'Australie, du Brunei, du Chili, de la Colombie, du Honduras, du Japon, de la Malaisie, de la Nouvelle-Zélande, du Panama, du Pérou, de l'Ukraine, de Singapour, de la Corée du Sud ou du Viêt Nam, le seuil de la valeur d'affaires passe à 2,079 milliards de dollars ou plus.

normalement en vigueur pendant cinq ans, pour confirmer son engagement à l'exécution des éléments principaux de ses plans.

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

Lorsqu'une acquisition de contrôle ne déclenche pas le seuil d'examen de l'avantage net applicable, seul un avis d'investissement est requis. L'avis peut être déposé en tout temps avant la clôture, ou au plus tard 30 jours après celle-ci. Il requiert des renseignements limités concernant la demande d'examen préalable à la clôture.

Norme de contrôle

La norme de contrôle est celle de savoir si l'investissement sera vraisemblablement à l'« avantage net du Canada ». Le ministre responsable de l'examen considérera les facteurs suivants prescrits par la loi : l'effet de l'investissement sur l'activité économique au Canada; la participation de Canadiens dans l'entreprise canadienne; l'effet de l'investissement sur la productivité, le progrès technologique et la création et la diversité des produits au Canada (y compris l'effet sur tout droit relatif à la propriété intellectuelle, dont le développement a été financé en tout ou en partie par le gouvernement canadien); l'effet de l'investissement sur la concurrence au Canada; la compatibilité de l'investissement avec les politiques industrielles, économiques et culturelles nationales (y compris l'effet de l'investissement sur l'utilisation et la protection des renseignements personnels concernant les Canadiens); et la contribution de l'investissement à la compétitivité canadienne sur les marchés mondiaux. Si l'investisseur est une entreprise d'État, le ministre responsable examinera aussi la nature et l'étendue du contrôle exercé par un gouvernement étranger, les pratiques de gouvernance d'entreprise, d'exploitation et de divulgation de l'information de l'entreprise d'État, ainsi que la capacité de l'entreprise canadienne acquise de poursuivre ses activités sur une base commerciale.

Loi sur Investissement Canada – examen au titre de la sécurité nationale

La LIC exige l'examen de tout investissement susceptible de « compromettre la sécurité nationale » (indépendant du fait que l'investissement dépasse les seuils monétaires déterminés ou qu'une acquisition de contrôle soit réalisée). Bien que le terme « sécurité nationale » ne soit pas défini dans la LIC, les *Lignes directrices sur l'examen relatif à la sécurité nationale des investissements* stipulent que, durant l'évaluation des conséquences d'un investissement sur la sécurité nationale, il est tenu compte de la nature des biens ou des activités commerciales et des parties prenantes, notamment le contrôlant ultime et la possibilité d'une influence par un tiers. Les *Lignes directrices* indiquent également que le gouvernement examinera de plus près tous les investissements effectués par des entreprises d'État ou des investisseurs privés considérés comme étant étroitement liés à des gouvernements étrangers ou soumis à leurs directives, et dressent une liste non exhaustive des facteurs susceptibles d'être pris en compte lors de l'évaluation de la sécurité nationale.

Dans le cas d'un investissement nécessitant un examen de l'avantage net préalable à la clôture, le dépôt de la demande d'examen déclenche la période initiale de 45 jours prévue par les dispositions relatives à l'examen au titre de la sécurité nationale.

Lorsque seul un avis d'investissement est requis, le dépôt de l'avis déclenche la période initiale de 45 jours. Si, au cours de cette période de 45 jours, un investisseur ne reçoit pas du ministre d'avis indiquant qu'un examen au titre de la sécurité nationale peut être ordonné ou a été ordonné, l'investisseur peut être certain qu'un examen approfondi au titre de la sécurité nationale ne sera pas entrepris.

Les investisseurs peuvent déposer volontairement un avis d'investissement à l'égard de tout investissement qui ne requiert pas le dépôt d'un tel avis ou d'une demande d'examen. En déposant volontairement un avis d'investissement, l'investisseur déclenche la période initiale d'examen de 45 jours. Lorsqu'un investisseur choisit de ne pas déposer volontairement d'avis d'investissement à l'égard d'un investissement, le gouvernement fédéral dispose de cinq ans après la date de mise en œuvre de l'investissement pour entamer un examen au titre de la sécurité nationale.

Un examen complet au titre de la sécurité nationale peut prendre jusqu'à 200 jours. Si le ministre responsable est d'avis que l'investissement pourrait « compromettre la sécurité nationale », il peut accepter des engagements répondant aux préoccupations liées à la sécurité nationale ou référer l'investissement au gouverneur en conseil (Cabinet). Le Cabinet peut prendre toutes les mesures qu'il considère souhaitables pour protéger la sécurité nationale, y compris interdire à l'investisseur de mettre en œuvre l'investissement (ou ordonner la dissolution de l'entreprise, si l'investissement a été mis en œuvre), ou encore permettre l'investissement sous réserve de certaines conditions.

Mise en place prochaine d'un régime obligatoire de dépôt d'un avis préalable à la clôture

Certaines modifications apportées à la LIC, qui ont été adoptées en décembre 2023 mais qui ne sont pas encore entrées en vigueur, créent un régime obligatoire de dépôt d'un avis préalable à la clôture au titre de la sécurité nationale pour les non-Canadiens qui proposent d'acquérir directement ou indirectement, en tout ou en partie, une unité qui exerce des activités au Canada, compte des employés ou des entrepreneurs au Canada, ou qui possède au Canada des actifs qu'elle utilise dans le cadre de son exploitation. Il y aura obligation de déposer un avis si l'entité exerce une activité commerciale réglementaire, que le non-Canadien pourrait, à la suite de l'investissement, avoir accès à des renseignements techniques importants qui ne sont pas accessibles au public ou à des actifs importants, ou en contrôler l'utilisation, et que le non-Canadien aurait, à la suite de l'investissement, le pouvoir de nommer ou de recommander la nomination de personnes telles que des membres du conseil d'administration ou de la haute direction de l'unité, ou certains autres droits particuliers visés par règlement. Les activités commerciales liées aux minéraux critiques, aux vaccins, aux semi-conducteurs, à l'informatique quantique, à la cybersécurité, à l'intelligence artificielle, aux technologies de l'information et à la collecte de données personnelles sont autant de domaines susceptibles d'être couverts par le nouveau régime. Le régime entrera en vigueur une fois que les règlements d'application seront entrés en vigueur.

Lorsque le régime sera en vigueur, il y aura des pénalités très importantes en cas de contravention, à savoir 25 000 dollars par jour et par contravention, ainsi qu'une nouvelle pénalité discrétionnaire de 500 000 dollars en cas de défaut de déposer l'avis préalable à la clôture.

Au sujet du groupe Fusions et acquisitions d'Osler

Le groupe Fusions et acquisitions d'Osler, qui figure dans le premier groupe des classements de *Chambers Canada*, fournit des conseils sur des opérations de tout type et de toute taille en s'appuyant sur son expérience exhaustive acquise au cours de décennies d'opérations auprès de sociétés nationales, transfrontalières ou multinationales. Nos avocats, qui conçoivent et mettent en œuvre des structures juridiques novatrices qui transforment le paysage des fusions et acquisitions, continuent d'apporter des solutions recherchées par nos clients.

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

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

Prix et reconnaissances

- **Chambers Canada : Canada's Leading Lawyers for Business** : reconnaissance en droit des affaires et fusions et acquisitions (1^{er} groupe des classements); droit des sociétés et droit commercial: The Elite : Ontario (1^{er} groupe des classements), Alberta (1^{er} groupe des classements), Colombie-Britannique et Québec
 - « Leur réputation en matière de service de fusions et d'acquisitions est pratiquement sans égale. Ils disposent d'un important effectif de réserve et de nombreuses équipes chez les clients, qui s'assurent que rien ne passe à travers les mailles du filet. En tant que clients, nous sommes très bien traités. »
 - « Ils ne sont pas seulement compétents et intelligents; ils n'ont pas peur de travailler fort, ils abordent les questions juridiques avec une approche centrée sur les affaires et respectent leur engagement envers le client. »
 - « Ils disposent d'un important effectif de réserve, ce qui est inestimable. Ils sont incroyablement aptes à réagir et d'un précieux secours dans tout ce qu'ils font. »
- **Chambers Global : The World's Leading Lawyers for Business** : reconnaissance en droit des affaires et des fusions et acquisitions (1^{er} groupe des classements)
 - « Tous les clients, tant canadiens qu'étrangers, s'appuient sur Osler en raison de sa vaste expertise en droit des sociétés et en fusions et acquisitions. »
 - « Osler a agi à titre de conseiller clé dans bon nombre des plus importantes opérations de fusions et acquisitions canadiennes au cours des dernières années. »

- **The Canadian Legal Lexpert Directory** : reconnaissance en droit des fusions et acquisitions (Calgary, en Alberta; Montréal, au Québec; Ottawa et Toronto, en Ontario)
- **IFLR 1000 : The Guide to the World's Leading Financial Law Firms** : reconnaissance dans le domaine des fusions et acquisitions (première tranche)

Pour de plus amples renseignements, veuillez consulter la page <https://www.osler.com/fr/competences/services/fusions-et-acquisitions/>.

**Jeremy Fraiberg**

Associé, Droit des sociétés
Cochef: Fusions et acquisitions

416-862-6505

jfraiberg@osler.com

**Alex Gorka**

Associé, Droit des sociétés
Cochef: Fusions et acquisitions

416-862-4857

agorka@osler.com

About Osler, Hoskin & Harcourt S.E.N.C.R.L./s.r.l.

Osler est un cabinet d'avocats de premier plan ayant une seule priorité : vos affaires. Que ce soit de Montréal, Toronto, Calgary, Ottawa, Vancouver ou New York, notre équipe fournit des conseils à ses clients canadiens, américains et internationaux sur un large éventail de questions juridiques nationales et transfrontalières. Notre approche intégrée nous permet d'offrir un accès direct à l'un de nos 600 avocats afin de fournir des solutions juridiques efficaces, proactives et pratiques dictées par vos besoins. Depuis plus de 160 ans, nous avons bâti notre réputation en fournissant les réponses dont vous avez besoin, quand vous en avez besoin.

C'est le droit à l'œuvre.

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

Montréal Toronto Calgary Vancouver Ottawa New York | osler.com

© 2025 Osler, Hoskin & Harcourt S.E.N.C.R.L./s.r.l.
Tous droits réservés. 04/2025

OSLER