



**Fusions et acquisitions au Canada:
Devoirs du conseil de la
société cible**

Devoirs du conseil de la société cible

| | |
|---|----|
| Devoirs fondamentaux des administrateurs | 2 |
| Devoir de gérer la société | 2 |
| Devoir de diligence | 2 |
| Devoir fiduciaire (devoir de loyauté) | 3 |
| Autres points à considérer | 6 |
| Abus | 6 |
| Règle de l'appréciation commerciale | 6 |
| Mesures de défense | 8 |
| Réglementation des valeurs mobilières et mesures de défense | 8 |
| Comités indépendants | 11 |
| Conflits d'intérêts | 14 |
| Remarques générales au sujet des réponses | 15 |
| Offre non sollicitée | 15 |
| Approche amicale | 16 |
| Responsabilité à l'égard de la présentation inexacte de faits dans les documents relatifs à l'offre | 17 |

Devoirs du conseil de la société cible

Le texte qui suit donne un aperçu des devoirs des administrateurs du conseil d'une société cible dans le cadre d'une opération de changement de contrôle éventuelle. La réponse du conseil de la société cible à une offre, qu'elle soit amicale ou hostile, exige qu'on accorde une attention particulière aux exigences juridiques, qui sont en général uniformes dans tout le Canada.

Devoirs fondamentaux des administrateurs

Au Canada, trois devoirs légaux fondamentaux incombent habituellement aux membres du conseil d'administration d'une société :

- le devoir de gérer la société ou d'en superviser la direction;
- le devoir de diligence;
- le devoir de loyauté (ou devoir fiduciaire).

Devoir de gérer la société

Le devoir de gérer la société ou d'en superviser la direction est l'obligation la plus fondamentale qui incombe à l'administrateur. Même si les tâches de gestion quotidienne peuvent être déléguées à des gestionnaires professionnels, les administrateurs demeurent responsables de l'orientation générale de la société (à moins que la totalité ou une partie des pouvoirs du conseil aient été transférés aux actionnaires de la société aux termes d'une convention unanime des actionnaires ou d'une convention équivalente). Afin de gérer la société, les administrateurs ont l'obligation d'être bien informés de tous les renseignements importants disponibles quant aux solutions de rechange dont dispose la société et d'établir un plan pour cette dernière servant au mieux ses intérêts. Dans le cadre d'une opération de changement de contrôle projetée, le devoir de gérer se traduit, de façon générale, par l'obligation de demeurer maître de la situation, tout en supervisant la gestion des activités courantes de la société. Bien qu'un conseil puisse, et devrait, obtenir l'avis de conseillers financiers quant au bien-fondé d'un projet d'opération, chaque administrateur doit connaître à fond tous les renseignements importants qui sont raisonnablement disponibles, tout en analysant les conseils reçus d'un œil critique.

Devoir de diligence

Les administrateurs ont le devoir d'agir avec le soin, la diligence et la compétence dont ferait preuve, en pareilles circonstances, une personne prudente. Bien que la Cour suprême du Canada, dans l'arrêt *Magasins à rayons Peoples (Syndic de) c. Wise*, [2004] 3 RCS 461, 244 DLR (4th) 564, ait statué qu'il s'agit d'une norme objective et que les actes d'un administrateur ne seront pas jugés dans la perspective idéale que permet le recul, il apparaît prudent de considérer que les tribunaux canadiens sont

susceptibles d'imposer une norme de diligence plus rigoureuse aux administrateurs qui possèdent des connaissances spécialisées ou qui sont particulièrement avertis.

En général, pour remplir leur devoir de diligence, les administrateurs doivent être en mesure de démontrer qu'ils ont pris des décisions bien éclairées et pleinement réfléchies. En pratique, les tribunaux hésitent à substituer leur propre appréciation commerciale à celle des administrateurs ayant agi de manière honnête, prudente et de bonne foi. Les tribunaux canadiens (comme leurs homologues américains) analysent toutefois soigneusement le processus décisionnel des administrateurs ainsi que les objectifs manifestes de leurs actes. Au Canada et aux États-Unis, les tribunaux ont eu tendance à examiner le degré de formalité adopté par les administrateurs dans le cadre de leurs délibérations au sujet d'une opération éventuelle. Les bons principes de gouvernance servent habituellement « de bouclier protégeant les administrateurs contre les allégations de manquement à leur obligation de diligence » (affaire *Peoples*).

Afin d'éviter toute responsabilité à l'égard d'un manquement à son devoir de diligence, un administrateur devrait accomplir les tâches suivantes :

- faire preuve d'une diligence raisonnable en recueillant les renseignements importants nécessaires pour prendre une décision éclairée;
- se familiariser avec les faits pertinents et participer de manière active à des délibérations approfondies avant de prendre une décision définitive;
- lire et comprendre les documents qui sont déposés avant une réunion, y compris les exemplaires préliminaires, versions provisoires et sommaires de documents importants (s'ils sont disponibles);
- poser des questions judicieuses et éviter d'agir avec précipitation;
- exprimer rapidement sa dissidence s'il en vient à croire que la société ne pose pas de bons gestes;
- demander l'avis de conseillers financiers crédibles lorsque cela s'impose, tout en usant de discernement à l'égard de ces avis. Comme mentionné précédemment, une norme de diligence plus rigoureuse pourrait être attendue d'une personne qui, du fait de la nature de sa profession, maîtrise et comprend bien les procédures de la société;
- dans le cadre de l'évaluation d'une opération de changement de contrôle éventuelle, prendre des mesures proactives pour repérer les conflits d'intérêts réels ou potentiels et y répondre.

Il est essentiel de documenter intégralement le processus de prise de décision du conseil. Les conseillers juridiques et financiers peuvent vous aider à cet égard.

Devoir fiduciaire (devoir de loyauté)

Dans le cadre de la gestion des affaires internes de la société, le devoir fiduciaire des administrateurs les oblige à agir avec intégrité et de bonne foi au mieux des intérêts

de la société. Dans le cadre de ses fonctions, l'administrateur a l'obligation de servir les intérêts de la société avec diligence, en l'absence de tout intérêt conflictuel, y compris son intérêt personnel (dans la mesure où il existe un conflit). En conséquence, tous les rapports qu'entretient un administrateur avec la société doivent être divulgués et tous les conflits d'intérêts importants qu'il pourrait y avoir entre l'administrateur et la société, compte tenu des opérations auxquelles la société prend part, doivent être évités.

Même si le devoir fiduciaire des administrateurs existe envers la société et aucun autre groupe de parties intéressées de la société, la Cour suprême du Canada a reconnu dans *BCE Inc. c. Détenteurs de débetures de 1976*, 2008 CSC 69, que même si elles sont prises en vue de promouvoir l'intérêt de la société, les décisions du conseil peuvent incidemment privilégier certains groupes constituant la société plus que d'autres. Dans l'arrêt *BCE*, la Cour a déclaré qu'un conseil peut tenir compte des « intérêts connexes » des actionnaires, des employés, des créanciers et autres lorsqu'il délibère à propos de ce qui sert au mieux les intérêts de la société, et que la règle de l'appréciation commerciale commande la retenue à l'égard de telles décisions d'un conseil.

Bien que l'avis de la Cour suprême dans *BCE* semble être difficile à concilier avec le point de vue selon lequel le devoir fiduciaire existe uniquement envers la société, il est essentiellement interprété comme signifiant que lorsqu'ils déterminent ce qui sert au mieux les intérêts de la société, les administrateurs pourraient être tenus d'examiner les incidences de leurs décisions sur les autres parties prenantes eu égard aux attentes raisonnables de ces dernières. Quoiqu'il en soit, les intérêts de la société revêtent néanmoins une importance primordiale, le devoir existant envers la société et non ses parties prenantes. Si les administrateurs tiennent compte des intérêts des parties prenantes et qu'ils prennent une décision raisonnable à la lumière des intérêts conflictuels, les tribunaux ne chercheront généralement pas à déterminer si la décision des administrateurs était parfaite. Ce n'est que lorsque les administrateurs ne répondent pas à l'attente raisonnable des actionnaires que les tribunaux agiront dans l'intérêt supérieur de la société. De plus, c'est uniquement lorsque le comportement des administrateurs constitue un abus, un préjudice injuste ou une omission injuste de tenir compte d'un intérêt pertinent que les parties prenantes peuvent légitimement prétendre que les administrateurs ont manqué à leur devoir fiduciaire.

Application des principes de la décision *Revlon*

On demande souvent dans quelle mesure le droit canadien dans ce domaine se compare au droit américain, plus particulièrement en ce qui concerne le critère de la décision *Revlon* rendue au Delaware (*Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A [2d] 173 [Del. 1985]), lequel est parfois présenté comme imposant au conseil l'obligation de procéder à des enchères dans une situation de changement de contrôle. Autrement dit, les tribunaux du Delaware ont généralement défendu le principe voulant que le devoir absolu des administrateurs consiste à optimiser la

valeur pour les actionnaires lorsqu'un changement de contrôle est inévitable. Le devoir *Revlon* a par la suite été reformulé dans la décision *Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.*, 571 A (2d) 1140 (Del. 1989), comme étant le devoir de chercher à obtenir la meilleure valeur pour les actionnaires pouvant raisonnablement être obtenue dans les circonstances. Cette norme plus flexible reconnaît que les circonstances particulières sont importantes lorsqu'il s'agit de déterminer la meilleure opération possible, et qu'un conseil n'a pas à s'en tenir uniquement au montant au comptant ou de la contrepartie en cause.

Le devoir *Revlon* n'a pas été adopté au Canada. Dans *BCE*, la Cour suprême du Canada a rejeté le devoir *Revlon*, consistant à optimiser la valeur pour les actionnaires dans une situation de changement de contrôle, en faveur d'un devoir de prendre en considération les intérêts de la société. Cela ne signifie pas pour autant que les tribunaux canadiens ne tiendront pas compte de *Revlon* ou que les administrateurs qui cherchent à optimiser la valeur pour les actionnaires en réponse à une offre contestée ne se seront pas acquittés de leurs devoirs fiduciaires. *BCE* réitère plutôt que les devoirs des administrateurs relèvent de l'appréciation commerciale; comme le devoir est envers la société, les administrateurs doivent ultimement décider ce qui sert au mieux les intérêts de celle-ci dans la situation particulière dans laquelle elle se trouve. Comme mentionné précédemment, il est plus juste de décrire les critères énoncés dans *BCE* comme étant le fait de déterminer si les administrateurs ont cerné les attentes raisonnables des parties prenantes, et s'ils se sont assurés que ces attentes n'ont pas été injustement ignorées. D'un point de vue réaliste, dans le cas d'une société solvable, il faut toutefois s'attendre à ce que les tribunaux s'intéressent davantage aux actionnaires, ceux-ci étant les propriétaires de l'entreprise.

Néanmoins, il convient de constater qu'en ce qui concerne le devoir fiduciaire, les tribunaux des principaux ressorts du Canada et des États-Unis sont comparables en ce qu'ils laissent au conseil une marge de manœuvre pour déterminer ce qui est le mieux pour la société. Des deux côtés de la frontière, les tribunaux ont clairement indiqué que chaque situation particulière doit être examinée attentivement en fonction des faits qui lui sont propres.

Les devoirs fiduciaires du conseil dans une situation de changement de contrôle doivent également être évalués à la lumière du *Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat* (la Norme canadienne 62-104 ailleurs qu'au Québec) adopté par les autorités canadiennes en valeurs mobilières, comme il a été vu au chapitre C, « Acquisitions de sociétés ouvertes », du document *Fusions et acquisitions au Canada*.

Autres points à considérer

Abus

En vertu de la plupart des lois canadiennes sur les sociétés par actions, les sociétés et leurs administrateurs de même que les actionnaires majoritaires (entre autres) peuvent être tenus responsables des actes qui constituent un « abus » ou un « préjudice injuste » à l'égard des intérêts d'un large éventail de parties prenantes, y compris les actionnaires et les créanciers.

Les intérêts qui sont protégés par le « recours en cas d'abus » sont ceux qu'un plaignant peut normalement s'attendre à ce que la société protège. Pour cette raison, la notion d'« attentes raisonnables » est l'élément clé de l'analyse du recours en cas d'abus, qui est une mesure de redressement assimilable à une décision en equity pouvant prendre la forme d'une ordonnance stipulant la résiliation des opérations ou des contrats ou le remplacement de la totalité ou d'une partie des administrateurs en fonction, entre autres possibilités (qui sont quasi illimitées). En raison de sa grande souplesse, le recours en cas d'abus est devenu populaire chez les actionnaires, créanciers et autres personnes mécontentes cherchant réparation auprès de sociétés canadiennes.

Plus particulièrement, on plaide souvent l'abus dans les instances portant sur des décisions prises par le conseil. Dans l'arrêt *BCE*, le tribunal a jugé que le conseil avait l'obligation, reposant en partie sur le devoir fiduciaire et en partie sur le recours pour abus, de prendre en considération les intérêts des détenteurs de débentures de la société. La Cour suprême du Canada a affirmé que le fait d'ignorer complètement leurs intérêts pouvait constituer « une omission injuste de tenir compte » d'après la disposition sur les abus (la Cour n'en ayant toutefois pas jugé ainsi en l'espèce). Il pourrait être utile d'examiner les quelques éléments que la Cour suprême a identifiés comme ayant influencé ses délibérations sur la question relative aux « attentes raisonnables » dans l'arrêt *BCE*, p. ex. : (i) que les mesures faisant l'objet de la plainte étaient des pratiques commerciales courantes, (ii) que la plainte des détenteurs de débentures aurait pu être évitée si des mesures de protection avaient été négociées dans les actes de fiducie, (iii) que la société en question était d'une grande envergure, et (iv) qu'aucune déclaration n'a été faite de manière à créer des attentes sur lesquelles les détenteurs de débentures auraient pu raisonnablement se fier.

Règle de l'appréciation commerciale

Adaptée de la jurisprudence américaine, la « règle de l'appréciation commerciale » commande la déférence judiciaire à l'égard des décisions commerciales prises par un conseil d'administration même si, avec le recul, elles n'étaient pas les meilleures. En d'autres termes, suivant la règle de l'appréciation commerciale, les tribunaux ne s'attribueront pas les fonctions du conseil visant à gérer la société en l'absence de preuve de fraude, de supercherie, d'illégalité ou de conflit d'intérêts. Si les décisions commerciales ont été prises de manière honnête, prudente et de bonne foi, en se

fondant sur des motifs raisonnables et rationnels, les tribunaux refuseront de substituer leur propre opinion à celle du conseil, même si des événements subséquents peuvent jeter le doute sur la décision du conseil.

Par opposition à leur réticence manifeste à importer la règle *Revlon* au Canada, les tribunaux canadiens ont fortement entériné la notion de l'appréciation commerciale. Plus particulièrement, comme il a été souligné précédemment, la Cour suprême du Canada dans l'arrêt *BCE* a clairement démontré que, dans une situation de changement de contrôle, la décision qui sert le mieux les intérêts de la société « relève plutôt de l'appréciation commerciale ». Dans l'ensemble, la Cour suprême semble avoir établi dans cet arrêt que lorsqu'une société est en jeu (c.-à-d. que la cession du contrôle des droits de vote est « inévitable »), les tribunaux canadiens ne devraient pas critiquer après coup la décision du conseil, à condition qu'elle « se situe dans l'éventail des solutions raisonnables qu'ils [les administrateurs] auraient pu choisir en soupesant des intérêts opposés », cette décision étant partiellement liée aux attentes raisonnables des divers groupes constituant la société. Bien que l'on doive se tenir au courant des intérêts en jeu, cette exigence a été satisfaite dans les circonstances de l'affaire *BCE* même si aucune mesure n'a été prise par suite de l'examen, par le conseil, des plaintes des détenteurs de débentures.

Les affaires *CW Shareholdings Inc. v. WIC Western International Communications Ltd.* (1998), 39 OR (3d) 755 (Div. gén.), et *Maple Leaf Foods Inc. v. Schneider Corp.* (1998), 40 BLR (2d) 244 (Div. Gén. Ont.), conf. par (1998), 42 OR (3d) 177 (C.A.), sont des exemples de la manière dont la règle s'applique dans le cadre d'une opération de changement de contrôle projetée. Dans chacune de ces décisions, les tribunaux ontariens ont déclaré que les administrateurs n'avaient pas manqué à leurs devoirs fiduciaires puisqu'ils avaient pris des mesures, raisonnables dans les circonstances, pour optimiser la valeur des actionnaires. Ces instances représentent de bons exemples de mesures raisonnables, compte tenu des circonstances. Même si elles utilisent une approche différente de celle de l'« examen approfondi » ou des critères de l'arrêt *Unocal* (énoncés pour la première fois dans *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A [2d] 946 [Del. 1985]), les deux méthodes ont des exigences communes, à savoir que le tribunal doit être convaincu que les administrateurs ont agi de façon raisonnable et juste.

La règle de l'appréciation commerciale n'accorde toutefois pas aux conseils un pouvoir discrétionnaire illimité. Ainsi, leurs décisions doivent, à tout le moins, comporter de véritables délibérations. Dans l'arrêt *Ford Motor Co. of Canada Ltd. v. OMERS* (2006), 79 OR (3d) 81 (C.A.), la Cour d'appel de l'Ontario a déclaré que le conseil de la filiale canadienne détenue en propriété majoritaire par le constructeur d'automobiles américain avait essentiellement approuvé les yeux fermés une entente en matière de transfert de prix (et d'autres ententes intersociétés concernant les prix), qui avait été recommandée par l'actionnaire américain majoritaire à hauteur de 94 %. Dans ce cas, la règle de l'appréciation commerciale ne pouvait être invoquée comme moyen de défense efficace par la société contre l'argument des actionnaires minoritaires (représentant 6 % des voix) suivant lequel

les ententes intersociétés avaient artificiellement déprimé la valeur de Ford Canada et, par conséquent, le prix qu'ils ont reçu lorsque la société est devenue une entreprise fermée. Que cela soit vu comme un échec du processus ou le défaut d'agir raisonnablement, le message est essentiellement le même : un conseil peut difficilement invoquer la règle de l'appréciation commerciale lorsqu'il n'a exercé activement aucun jugement.

Mesures de défense

Lorsqu'un conseil conclut de manière raisonnable qu'une opération projetée n'est pas dans l'intérêt supérieur de la société, ou qu'elle est inadéquate ou injuste à l'égard des actionnaires, ou qu'il est nécessaire ou souhaitable de prendre des mesures pour accroître la valeur pour les actionnaires, le conseil peut en venir à la conclusion que différentes mesures de « défense » sont justifiées. Les mesures de défense peuvent consolider la position de la direction ou des administrateurs en dissuadant les initiateurs. La gamme de mesures dont disposent les administrateurs varie grandement, celles-ci pouvant comprendre : provoquer des solutions de rechange optimisant la valeur (par exemple, en recherchant un chevalier blanc, en lançant une offre publique de rachat, en restructurant le capital, en versant un dividende extraordinaire, ou en provoquant une offre supérieure assortie de frais de rupture, de remboursements de dépenses, de blocages d'actifs ou d'échanges d'actifs), gagner du temps pour la société cible (par exemple, en introduisant une instance, en menant une guerre de relations publiques, en recourant à la défense consistant à « dire non simplement » à une offre, en usant d'influence politique ou en intervenant auprès des organismes de réglementation, en utilisant un régime de droits des actionnaires tactique ou une « pilule empoisonnée », ou en refusant de donner accès à l'initiateur à la chambre de données), rendre la société cible moins attrayante, ou contrecarrer l'offre hostile (par exemple, en vendant des biens de l'État, en émettant des actions ou en octroyant de soi-disant « parachutes dorés »). En conséquence, les autorités de réglementation des valeurs mobilières et les tribunaux examineront fréquemment les mesures de défense pour s'assurer que les administrateurs ont agi d'une manière conforme à leurs devoirs.

Quelle que soit l'approche choisie, les tribunaux canadiens ne soutiendront vraisemblablement pas une mesure de défense contre une démarche hostile si elle a pour but ou effet de permettre à la direction ou aux administrateurs de se retrancher sur leurs positions (même si, en agissant de bonne foi et conformément à leurs devoirs fiduciaires, les administrateurs se trouvent parfois à bénéficier personnellement d'une décision, cela n'est pas pour autant fatal à cette dernière).

Réglementation des valeurs mobilières et mesures de défense

L'Instruction générale canadienne 62-202, *Les mesures de défense contre une offre publique d'achat*, dans sa version adoptée au Québec, l'Avis 62-202 (l'« **IG 62-202** »), exprime l'opinion générale des Autorités canadiennes en valeurs mobilières en ce

qui a trait aux mesures de défense adoptées par les administrateurs de sociétés cibles en réponse aux offres publiques d'achat. Comme mentionné plus loin, il existe une certaine divergence entre l'IG 62-202 et le raisonnement suivi par la Cour suprême du Canada dans l'arrêt *BCE* quant aux mesures de défense. L'IG 62-202 repose sur les principes suivants :

- l'approche réglementaire qu'il convient d'adopter à l'égard des offres publiques d'achat est d'encourager les enchères sans entrave;
- les actionnaires de la société cible peuvent décider comment répondre à une offre publique d'achat et les administrateurs n'ont aucun motif valable de leur refuser (unilatéralement) ce droit;
- les administrateurs de la société cible ne devraient pas être régis par des règles précises, autres que celles imposées par le droit des sociétés.

L'IG 62-202 n'impose pas aux administrateurs un code de conduite précis ni ne tente de préciser quelles sont les mesures de défense acceptables et inacceptables. Elle établit toutefois certaines présomptions quant aux réponses à une offre publique d'achat qui sont acceptables et celles qui ne le sont pas, et prévoit que :

- l'approbation préalable des actionnaires peut apaiser les craintes concernant une mesure possiblement abusive;
- le moment où la mesure est prise peut être important : des mesures qui sont prises pendant la durée de validité d'une offre (ou immédiatement avant l'offre si le conseil de la société cible est fondé à croire que celle-ci est imminente) risquent d'ouvrir la voie à un examen par les autorités de réglementation;
- certaines mesures de défense énumérées peuvent susciter un examen par les autorités de réglementation, notamment le blocage d'actions et d'actifs, l'achat d'actifs et l'adoption de mesures qui sortent du cadre de l'activité normale.

L'IG 62-202 laisse entendre que les autorités de réglementation des valeurs mobilières sont moins disposées à intervenir lorsque les administrateurs de la société cible prennent des décisions qui optimisent la valeur pour les actionnaires. En mettant indéniablement l'accent sur les intérêts des actionnaires, l'Instruction générale va plus loin que le droit des sociétés en restreignant potentiellement les agissements possibles des administrateurs de la société cible. De plus, les motivations des administrateurs peuvent perdre de leur pertinence. Ainsi, l'Instruction générale s'articule plutôt autour des résultats des actes des administrateurs de la société cible, et toute mesure qui empêche les actionnaires de la société cible de répondre à une offre publique d'achat ou qui restreint gravement leur liberté de le faire peut amener les autorités de réglementation des valeurs mobilières à intervenir. Aux termes de cette approche axée sur les résultats, les autorités de réglementation peuvent intervenir sans égard au fait que les administrateurs ont rempli leurs devoirs fiduciaires¹. Par exemple, dans l'affaire

¹ *Re Tarxien Corp.*, (1996) 19 O.S.C.B. 6913.

Petaquilla Minerals, 2012 BCSECCOM 442, la Commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique a interdit les opérations se rapportant à un régime de droits (ce qui est également appelé une « pilule empoisonnée ») et à un placement privé tout en reconnaissant que ce dernier ne constituait pas une « mesure purement défensive » (notre traduction). Dans l'affaire *AbitibiBowater inc. (Produits forestiers Résolu) c. Fibrek Inc.*, 2012 QCBDR 8, le Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières du Québec a interdit les opérations se rapportant au régime de droits et au placement privé auprès d'un chevalier blanc même si l'offre de ce chevalier blanc accordait une prime importante comparativement à ce qu'avait d'abord offert l'initiateur de l'offre d'achat hostile (lequel a finalement réussi). Plus récemment cependant, dans l'affaire *Hecla Mining*, 2016 BCSECCOM 359, 39 O.S.C.B. 8927, les commissions des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique (BCSC) et de l'Ontario (CVMO) ont toutes deux confirmé un placement privé réalisé par la société ciblée par une offre publique d'achat non sollicitée, concluant que le placement privé n'avait pas été mis en œuvre en tant que mesure de défense et qu'il existait un besoin de financement légitime. En rendant leur décision conjointe, la BCSC et la CVMO ont distingué les placements privés des régimes de droits des actionnaires, soulignant que les placements privés peuvent répondre à plusieurs objectifs d'entreprise, et ont conclu qu'il incombe aux sociétés cibles d'établir qu'un tel placement n'est pas utilisé comme mesure de défense.

En ce qui concerne les régimes de droits des actionnaires ou « pilules empoisonnées », aux termes de l'IG 62-202, les autorités canadiennes en valeurs mobilières ont traditionnellement été d'avis qu'il ne s'agit pas de déterminer « si » un régime de droits des actionnaires fera l'objet d'une interdiction d'opérations par les autorités de réglementation des valeurs mobilières, mais plutôt « quand » un tel régime fera l'objet d'une interdiction d'opérations lorsqu'une offre publique d'achat des titres de la société cible est en vigueur. De façon générale, les autorités canadiennes de réglementation des valeurs mobilières ont permis à un régime de droits des actionnaires de demeurer opérationnel pendant 45 à 75 jours lorsqu'une offre publique d'achat est en vigueur afin de donner le temps au conseil de la société cible de chercher des solutions de rechange à l'offre publique d'achat qui optimisent la valeur. S'il semble peu probable que la société cible obtienne une solution de rechange supérieure, les régimes de droits des actionnaires ont habituellement fait l'objet d'une interdiction d'opérations pour permettre aux actionnaires de la société cible de décider de déposer leurs actions ou non en réponse à l'offre.

En 2016, les autorités canadiennes en valeurs mobilières ont apporté des modifications au régime d'offres publiques d'achat, l'une d'elles exigeant que les offres publiques d'achat demeurent valides pendant 105 jours (en hausse par rapport au délai minimal de dépôt antérieur de 35 jours), sous réserve de certaines exceptions. En raison des modifications visant les offres publiques d'achat, les régimes de droits des actionnaires perdront probablement de leur pertinence lors d'offres publiques d'achat hostiles, mais ils demeurent pertinents pour éviter certaines mesures prises avant ou après l'offre hostile pouvant faire obstacle au

processus d'optimisation de la valeur. Par exemple, ils peuvent toujours être efficaces pour contrer une offre publique d'achat rampante, pour limiter l'utilisation de la dispense pour contrats de gré à gré par l'initiateur et pour restreindre la capacité de ce dernier à conclure des conventions de dépôt. Une société cible peut adopter un régime de droits avant la fin de la période de validité de 105 jours de l'offre hostile afin de gagner du temps, mais cette tactique risque de s'avérer vaine puisque les autorités de réglementation des valeurs mobilières prononceront une interdiction d'opérations à l'égard d'un tel régime et, à tout le moins, la société cible devra s'acquitter d'un lourd fardeau pour démontrer qu'une solution de rechange optimisant la valeur est imminente, justifiant ainsi que le régime de droits reste en vigueur au-delà de 105 jours. Les conseils de sociétés cibles peuvent également adopter des régimes de droits dans le cadre d'une offre hostile et demander l'approbation des actionnaires. Si les actionnaires approuvent une telle pilule, il reste à voir comment les autorités canadiennes en valeurs mobilières réagiront.

Les autorités canadiennes en valeurs mobilières ont rappelé aux participants aux marchés financiers que l'IG 62-202 est toujours applicable et qu'elles seront prêtes à examiner, dans certains cas particuliers, les mesures prises par les conseils d'administration de sociétés cibles, et à déterminer si elles portent atteinte aux droits des actionnaires, à la lumière du régime d'offres publiques d'achat. Elles ont également fait remarquer qu'une opération initiée par le conseil d'une société cible dans le cadre d'une offre publique d'achat peut toujours être assujettie à un examen en vertu de l'IG 62-202, peu importe que cette opération constitue ou non une « opération de remplacement » (au sens donné à cette expression dans les règles relatives aux offres publiques d'achat).

Comités indépendants

La nomination d'un comité indépendant (ou comité spécial) formé d'administrateurs est la méthode habituellement employée pour protéger un conseil d'éventuels conflits d'intérêts dans le cadre de l'examen d'un projet de prise de contrôle. Lorsqu'un conseil prend une décision qui repose sur la recommandation d'un comité indépendant, les tribunaux feront généralement preuve d'une certaine déférence à l'égard de cette décision, à condition que ce comité indépendant ait rempli son rôle de manière indépendante, de bonne foi, en se fondant sur des motifs raisonnables.

Dans certaines circonstances, la formation d'un comité indépendant est obligatoire. En vertu de la Norme multilatérale 61-101, *Mesures de protection des porteurs minoritaires lors d'opérations particulières* (la Norme multilatérale 61-101), la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario exige qu'un comité indépendant soit créé dans le cadre d'une offre publique d'achat faite par un initié, et recommande leur mise sur pied pour certains autres types d'opérations (opérations avec une personne apparentée, regroupements d'entreprises et offres publiques de rachat). Dans le cadre d'une offre publique d'achat d'une société comportant un actionnaire

majoritaire, il serait également prudent de créer un comité indépendant afin de démontrer que le processus que les administrateurs ont suivi était équitable, libre de tout conflit d'intérêts et suffisant pour remplir les devoirs qu'ont les administrateurs envers la société.

Lorsqu'un comité indépendant est obligatoire ou recommandé, les administrateurs devraient suivre les procédures et principes directeurs décrits ci-dessous :

Fonctionnement du conseil et du comité spécial

Le conseil et le comité spécial devraient définir un ensemble de principes directeurs qui respectent la lettre et l'esprit de la loi et s'y conformer et respecter aussi les pratiques exemplaires en vigueur. Même si chaque situation doit être évaluée en fonction des faits qui lui sont propres, voici des exemples de sujets qui devraient normalement être traités dans ces principes directeurs.

Rémunération

La Norme multilatérale 61-101 interdit expressément aux administrateurs indépendants de recevoir des paiements ou des avantages subordonnés à la réalisation d'une opération. À titre de règle générale, la rémunération devrait être établie avant les délibérations afin de réduire au minimum les conflits d'intérêts éventuels.

Mandat clair et sans ambiguïté

Le comité indépendant devrait disposer d'un mandat écrit clair, formulé dans les résolutions adoptées par le conseil. De plus, le comité indépendant doit avoir le pouvoir de s'acquitter de son mandat.

Processus de délibération éclairé

Les administrateurs devraient être bien informés de tous les renseignements importants qui sont raisonnablement mis à leur disposition avant d'approuver une convention définitive ou de formuler une recommandation à l'égard d'une opération projetée (qu'il s'agisse d'une opération de changement de contrôle ou d'un autre type d'opération). Le fait de se conformer à une procédure de contrôle préalable et d'avoir des entretiens avec la direction et les conseillers au sujet des avantages et des inconvénients d'une opération projetée et des méthodes préconisées permettra de prendre une décision éclairée.

Recours aux services de courtiers en valeurs mobilières et d'autres conseillers

Le conseil et tout comité spécial peuvent s'adresser à des conseillers financiers pour les aider à évaluer financièrement une opération projetée, à examiner les solutions de rechange qui s'offrent à la société et à rédiger les documents nécessaires pour établir la preuve requise. Pour savoir s'il doit recommander ou non aux actionnaires une opération de changement de contrôle, le conseil devrait obtenir un avis, pouvant être rendu public, de ses conseillers financiers

quant au caractère équitable de la contrepartie qui sera reçue dans le cadre de l'opération.

Points à garder à l'esprit :

- Les tribunaux américains ont reproché aux conseils d'administration et aux comités indépendants de ne pas avoir sollicité l'avis d'experts dans plusieurs instances portant sur des opérations de changement de contrôle. Ils se sont aussi montrés nettement réticents à critiquer après coup l'appréciation commerciale des administrateurs lorsque l'intégrité du processus de prise de décision a été démontrée. Toutefois, le conseil et le comité spécial ne doivent pas se fier sans réserve aux conseils de leurs conseillers. Le devoir de diligence général exige que les administrateurs examinent et contestent avec diligence de tels conseils.
- Les tribunaux américains ont réprimandé les administrateurs et les comités indépendants pour s'être fiés aux conseils de conseillers, tels des courtiers en valeurs mobilières, lorsque de tels conseils n'étaient pas suffisamment indépendants à la fois de la société et des autres parties à l'opération de changement de contrôle pour être libres de tout conflit.
- Alors que BCE et d'autres instances ont confirmé la valeur des avis sur le caractère équitable de « spécialistes de renom », la CVMO a déclaré, comme remarque incidente dans une décision rendue en 2009 dans *Re HudBay Minerals Inc.* (2009), 32 O.S.C.B. 3733, que lorsqu'un conseiller « touche une prime de signature ou une commission d'intermédiaire » (notre traduction), l'avis quant au caractère équitable en résultant n'aide pas les administrateurs d'un comité indépendant ou spécial à attester qu'ils ont fait preuve de diligence. Même s'il s'agit seulement d'une opinion incidente et malgré le fait que la CVMO a déclaré au même endroit qu'à l'heure actuelle elle « ne réglemente pas l'établissement ou l'utilisation d'avis sur le caractère équitable » (notre traduction), sa déclaration dans *HudBay* a été interprétée par de nombreuses personnes comme étant une indication de la manière dont elle pourrait statuer si on lui soumettait une question touchant les commissions d'intermédiaire. Par conséquent, l'obtention d'un avis sur le caractère équitable en contrepartie d'honoraires fixes (ou un autre avis) semble être une nouvelle pratique exemplaire.
- Pour compléter le point qui précède, soulignons que le financement « agrafé », c'est-à-dire lorsque l'acheteur se voit offrir un montage financier par la banque d'investissement de la société cible, peut aussi empêcher de satisfaire le critère d'indépendance quand cette banque fournit aussi l'avis sur le caractère équitable.

Documentation

Des procès-verbaux détaillés devraient être conservés de toutes les réunions d'un comité spécial et du conseil. De plus, si certains administrateurs ont des contacts plus étroits avec les conseillers financiers ou des tiers qui sont consultés dans le cadre d'une opération projetée, ils devraient garder des registres écrits de leurs entretiens et en communiquer le contenu aux autres administrateurs.

Conflits d'intérêts

Les décisions *CW Shareholdings* et *Maple Leaf Foods* ont traité des conflits d'intérêts dans le contexte plus étendu de la composition et des activités du comité indépendant plutôt que dans le contexte restreint de la législation sur les sociétés par actions. Dans la première de ces décisions, le tribunal ontarien a critiqué le fait que le président et chef de la direction de la société cible a siégé au comité spécial, en soulignant le rôle important qu'il a joué dans les négociations avec un initiateur rival dans une chaude lutte aux offres entre deux concurrents. Le tribunal a déclaré que la présence de ce dirigeant au comité et le rôle qu'il a joué étaient incompatibles avec l'indépendance dont on s'attend d'un comité spécial, mais il a aussi affirmé que le comité spécial *s'était* conduit d'une manière qui a permis aux administrateurs de réaliser leur objectif d'optimisation de la valeur pour les actionnaires. La constitution du comité aurait représenté un manquement aux devoirs fiduciaires des administrateurs uniquement si elle avait eu un effet négatif sur l'optimisation de la valeur des actions.

Dans *Maple Leaf Foods*, le chef de la direction et le chef des finances de Schneider ont tous les deux pris une part active aux négociations avec les initiateurs, quoiqu'aucun d'eux n'était membre du comité spécial. Tout en reconnaissant la possibilité d'un conflit d'intérêts, la Cour d'appel de l'Ontario a pondéré le risque par rapport à l'avantage que procurait la participation des hauts dirigeants, qui avaient une grande connaissance des activités de Schneider, aux négociations. Le tribunal a jugé que, dans les circonstances, il aurait été illusoire de s'attendre à ce que les membres du comité spécial négocient directement avec les initiateurs.

La leçon à tirer est la suivante : le conflit d'intérêts éventuel inhérent à un poste tel que celui de chef de la direction, de chef des finances ou un autre poste de haut dirigeant n'exigera pas normalement que ces personnes se retirent pendant les négociations. Toutefois, en s'acquittant dûment de ses responsabilités, le conseil dans son ensemble devrait être en position de superviser les négociations.

Remarques générales au sujet des réponses

Offre non sollicitée

Après avoir analysé les devoirs des administrateurs, voyons maintenant ce que l'on peut extrapoler à propos des réponses du conseil d'une société cible à une offre non sollicitée dans des conditions normales.

Devoir de répondre à une offre publique d'achat

En vertu du droit canadien des valeurs mobilières, si une offre publique d'achat en bonne et due forme est présentée, les administrateurs d'une société sont tenus de préparer et remettre aux actionnaires une circulaire du conseil d'administration au plus tard 15 jours suivant la date de lancement de l'offre. Cette circulaire doit contenir une recommandation visant à accepter ou à rejeter l'offre, et fournir les motifs à l'appui de cette recommandation. Il est également possible de mentionner dans la circulaire que les administrateurs ne sont pas en mesure de formuler une recommandation quant à la décision à prendre, pourvu que les raisons en soient exprimées. Un administrateur peut émettre une recommandation dissidente. Un conseil peut aussi décider de différer sa recommandation. Dans un tel cas, le conseil doit informer les actionnaires qu'il examine le bien-fondé d'une offre et que ceux-ci ne devraient pas déposer leurs actions avant qu'il puisse faire une recommandation dans un sens ou un autre. Le conseil doit faire parvenir une recommandation (ou confirmer qu'il n'en formulera pas) au plus tard 7 jours avant la date d'expiration prévue de l'offre. S'il survient un changement qui pourrait raisonnablement avoir une incidence sur la décision d'un actionnaire de déposer ses actions, les administrateurs doivent publier un communiqué et faire parvenir un avis du changement.

Aucune obligation absolue de négociier

Il n'existe aucune obligation absolue de négociier avec un initiateur ni aucune obligation générale de vendre une société lorsqu'une offre est faite. Bien qu'il soit possible que l'obligation de procéder à des enchères à la Delaware soit encore impérative dans certaines situations, le point de vue dominant suivant la décision de la Cour suprême dans *BCE*, décrite précédemment, est que le devoir *Revlon* strict n'est pas, en général, applicable au Canada. Toutefois, lorsqu'un changement de contrôle semble certain, le conseil agira généralement de manière raisonnable s'il choisit d'aller de l'avant avec un processus d'offres concurrentiel.

Les administrateurs doivent faire des efforts pour se tenir informés

Il existe seulement quelques règles strictes. Une prime par rapport au cours du marché, par exemple, n'est pas nécessairement un prix juste. Une chose est claire cependant, les administrateurs, en tant que fiduciaires, doivent se montrer impartiaux et leur réponse à une offre non sollicitée doit être éclairée et prudente.

Les administrateurs doivent bien comprendre la valeur de la société et les éléments qui influencent cette valeur. Cela veut généralement dire recourir aux services d'un conseiller financier et d'un avocat, voire consulter d'autres experts dans des domaines spécialisés.

Lorsque les mesures de défense sont justifiées

Des mesures de défense raisonnables peuvent être justifiées si les administrateurs décident qu'une offre est inappropriée ou inéquitable et qu'ils peuvent provoquer une meilleure offre (toutefois, toute mesure proposée doit être évaluée à la lumière de l'IG 62-202). Les mesures de défense possibles sont examinées précédemment à la rubrique « Mesures de défense ».

Approche amicale

Les devoirs généraux des administrateurs s'appliquent à tout genre de situation. Devant une offre amicale, les administrateurs de la société cible doivent continuer à agir au mieux des intérêts de cette dernière. Dans le cas d'une opération négociée, ce devoir est particulièrement important si (comme c'est souvent le cas) l'acquéreur éventuel souhaite que la société cible négocie exclusivement avec lui, plutôt que de chercher d'autres initiateurs qui présenteraient une meilleure offre ou de tenir des enchères. Étant donné que les actionnaires de la société cible voudront être assurés d'obtenir la valeur maximale pour leurs actions, les administrateurs pourraient se retrouver dans une position délicate, ce qui les incitera à prendre des mesures, comme celles décrites ci-dessous :

- nommer un comité spécial formé d'administrateurs indépendants qui auront pour mandat d'évaluer l'équité financière de l'offre publique d'achat pour les actionnaires ainsi que d'autres solutions de rechange;
- engager un conseiller financier pour évaluer l'offre publique d'achat et fournir un avis sur le caractère équitable et d'autres conseils financiers;
- essayer de négocier un meilleur prix d'offre;
- dans de nombreux cas, tenir des enchères, ouvertes ou sélectives (ce qui entraîne d'habitude l'ouverture d'une chambre de données et la sollicitation d'acheteurs), ou encourager les propositions supérieures au moyen d'une clause de « retrait fiduciaire ».

En règle générale, pour que le conseil de la société cible abandonne les enchères, il doit en tirer un avantage important évident. Bien entendu, si les actionnaires majoritaires ou importants ont signé une convention de blocage à l'égard de l'offre publique d'achat, il pourrait être inutile de chercher d'autres solutions.

Responsabilité à l'égard de la présentation inexacte de faits dans les documents relatifs à l'offre

La législation canadienne sur les valeurs mobilières impose une responsabilité éventuelle aux administrateurs, dirigeants et autres personnes reliées à un émetteur relativement à la présentation inexacte de faits dans des notes d'information relatives à une offre publique d'achat ou de rachat, des circulaires du conseil d'administration ou des circulaires d'administrateurs ou de dirigeants. Plusieurs défenses sont possibles, notamment lorsqu'un document a été déposé à l'insu d'un administrateur ou d'un dirigeant, lorsque celui-ci a retiré son consentement en découvrant les faits inexacts, lorsque des faits inexacts se trouvaient dans le rapport d'un expert auquel on s'était raisonnablement fié.

Il est important de savoir que, la plupart du temps, il n'est pas nécessaire de prouver que l'on s'est fié à ces faits, ce qui permet aux porteurs de titres d'intenter plus facilement un recours collectif.

À propos du cabinet

Quand Heward Stikeman et Fraser Elliott lancent le cabinet en 1952, ils sont unis par leur promesse de faire les choses autrement pour aider les clients à atteindre leurs objectifs d'affaires.

En fait, ils en font leur mission pour n'offrir que les conseils de la plus haute qualité ainsi que les services les plus efficaces et les plus innovants de façon à constamment aller au-devant des visées de nos clients.

Le leadership, la prédominance et la renommée de Stikeman Elliott n'ont cessé de croître au Canada comme partout au monde. Cependant, nous sommes restés fidèles à nos valeurs fondamentales.

Ces valeurs constituent ce qui nous guide chaque jour et comprennent :

- Faire équipe avec nos clients – nos objectifs communs assurent notre réussite mutuelle.
- Trouver des solutions originales là où d'autres ne peuvent en trouver – tout en étant aussi ancrées dans la réalité du monde des affaires.
- Procurer aux clients une vaste expertise juridique – pour des conseils clairs et proactifs.
- Demeurer passionnés par ce que nous faisons – nous adorons le processus et la performance que le travail d'équipe propulse.

Un engagement envers la poursuite de l'excellence – aujourd'hui, demain et pour les décennies à venir – c'est ce qui distingue Stikeman Elliott lorsqu'il s'agit d'élaborer un parcours réalisable pour traverser des problèmes complexes. Notre dévouement et notre dépassement sont inébranlables.

C'est ce qui fait de Stikeman Elliott le cabinet vers lequel le monde se tourne lorsque l'enjeu est de taille.

Montréal

1155 boul. René-Lévesque O.
41^e étage
Montréal, QC, Canada H3B 3V2
Tél : 514 397 3000

Toronto

5300 Commerce Court West
199 Bay Street
Toronto, ON, Canada M5L 1B9
Tél : 416 869 5500

Ottawa

Suite 1600
50 rue O'Connor
Ottawa, ON, Canada K1P 6L2
Tél : 613 234 4555

Calgary

4300 Bankers Hall West
888 - 3rd Street S.W.
Calgary, AB, Canada T2P 5C5
Tél : 403 266 9000

Vancouver

Suite 1700, Park Place
666 Burrard Street
Vancouver, BC, Canada V6C 2X8
Tél : 604 631 1300

New York

445 Park Avenue, 7th Floor
New York, NY USA 10022
Tél : 212 371 8855

Londres

Dauntsey House
4B Frederick's Place
London EC2R 8AB
Tél : 44 (0) 20 7367 0150

Sydney

Level 24
Three International Towers
300 Barangaroo Avenue
Sydney, NSW 2000
Tél : +61 (2) 8067 8578

Suivez-nous



 [Abonnez-vous](#) aux publications sur des sujets juridiques clés provenant de la section Notre savoir de Stikeman Elliott.

Stikeman Elliott
