



Fusions et acquisitions au Canada:
**Placements de
capital-investissement**

Placements de capital-investissement

Introduction	2
Vue d'ensemble	2
Législation sur la concurrence/antitrust et l'investissement étranger	2
Enjeux abordés dans le reste du présent chapitre	6
Incidences fiscales pour les placements de capital-investissement au pays	6
Questions de structuration	7
Considérations de financement	8
Autres considérations	10
Considérations de sortie	10
Placements de capital-investissement dans des sociétés ouvertes	11
Placements de capital-investissement : sans changement de contrôle	11
Opérations de changement de contrôle	13
Placements de capital-investissement dans des sociétés fermées	20
Réalisation du placement : dispenses de prospectus	20
Établissement de la relation d'affaires : conventions d'actionnaires	21
Conventions d'actionnaires : conseils pour l'investisseur privé	27
Stratégies de sortie	29
Contrats de travail et rémunération des dirigeants	34
Droit du travail	34
Rémunération des dirigeants	35

Placements de capital-investissement

Introduction

Vue d'ensemble

Bien qu'ils ressemblent à plusieurs égards aux opérations de fusion et d'acquisition classiques, les placements de capital-investissement possèdent des caractéristiques propres qui soulèvent des questions d'ordre juridique et pratique particulières. Par exemple, les placements de capital-investissement :

- sont souvent particulièrement **motivés par des considérations financières** plutôt que par des considérations stratégiques ou synergiques;
- sont fréquemment effectués dans un **laps de temps précis** (même si, en général, ils **ne génèrent pas immédiatement des profits**);
- font **souvent partie du passif** et exigent donc souvent des **rentrées de fonds constantes** pour supporter une dette élevée;
- prévoient habituellement une **période de contrôle préalable** avant l'exécution de manière à permettre l'évaluation d'une entreprise que l'acheteur privé pourrait ne pas bien connaître;
- comportent parfois l'acquisition d'une **participation minoritaire**;
- exigent habituellement le maintien en poste de dirigeants en exercice compétents, puisque, d'habitude, les acteurs du marché du secteur du capital investissement privé n'ont pas l'intention de gérer les entreprises qu'ils acquièrent en ayant recours à une expertise interne.

Le présent chapitre se concentre sur les questions de pertinence pour l'investisseur de capital investissement en vertu du droit de la concurrence et de l'examen de l'investissement étranger, la structuration fiscale, les aspects des lois, sur les valeurs mobilières et les sociétés, de placements dans les sociétés ouvertes et fermées, les conventions d'actionnaires, les stratégies de sortie, les contrats de travail et la rémunération des dirigeants.

Pour connaître les plus récents faits et commentaires dans les domaines des fusions et acquisitions, des valeurs mobilières, de la concurrence et des lois sur l'examen de l'investissement étranger, veuillez consulter les blogues de Stikeman Elliott sur les fusions et acquisitions, les lois sur les valeurs mobilières et la concurrence/antitrust, accessibles à partir de la page « Notre savoir » sur le site www.stikeman.com, et y souscrire.

Législation sur la concurrence/antitrust et l'investissement étranger

Comme nous l'avons mentionné dans le chapitre A de *Fusions et acquisitions au Canada*, les lois sur la concurrence et l'investissement étranger sont deux des principaux canaux par lesquels la politique du gouvernement fédéral sur les

acquisitions et la propriété étrangère est directement présentée. Certains éléments clés de la législation peuvent être résumés comme suit :

Loi sur la concurrence

Par suite des modifications exhaustives apportées à la *Loi sur la concurrence* en 2009, un nouveau processus de préavis de fusion a vu le jour, et il ressemble à celui prévu dans la *Hart-Scott-Rodino Act* des États-Unis. Ce processus comprend une période d'attente initiale de 30 jours et une deuxième demande, qui peut être faite pour obtenir des renseignements supplémentaires (une « demande de renseignements supplémentaires »). Environ dix opérations réalisées au Canada en 2012-2013 et en 2013-2014 ont fait l'objet d'une deuxième demande, ce qui représente un très faible pourcentage du nombre total d'opérations examinées par le Bureau de la concurrence au cours de ces périodes. Cependant, un nombre plus important d'opérations ont fait l'objet d'une deuxième demande en 2015-2016 (jusqu'à 20). À ce jour, le processus de deuxième demande n'a pas imposé une charge plus lourde aux parties à une fusion au Canada, et, traditionnellement, l'ampleur des demandes au pays est, de façon générale, beaucoup moins grande que celle de son équivalent aux États-Unis (quoique, à l'instar du nombre de deuxièmes demandes, leur ampleur se soit également accentuée au cours des dernières années). De plus, le Bureau de la concurrence tient un dialogue avant d'émettre sa demande, qui comprend la présentation aux parties d'une ébauche de deuxième demande, et a publié des « Lignes directrices concernant le processus d'examen des fusions », qui expliquent en détail le processus de deuxième demande. Toutefois, pour s'y conformer, cela exige beaucoup de temps et nécessite des ressources considérables.

Voici d'autres points à retenir au sujet du processus d'examen des fusions :

- Deux critères financiers permettent de déterminer si un préavis doit être donné au sujet de la fusion proposée : le critère relatif à l'« ampleur de l'opération » [87 millions de dollars canadiens en 2016 (indexé annuellement pour tenir compte de la croissance du PIB nominal et le critère relatif à la « taille des parties » (qui comprend les membres du groupe des parties à l'opération) (400 millions de dollars canadiens)].
- Le « certificat de décision préalable » (« CDP ») et la « lettre de non-intervention » sont d'autres moyens de satisfaire l'obligation de préavis de fusion.
- Le commissaire de la concurrence peut contester une opération non soumise à préavis qui a été réalisée sans CDP ou lettre de non-intervention seulement dans l'année suivant la clôture.

Loi sur Investissement Canada

Lorsqu'un investisseur privé étranger, notamment américain, veut acquérir le contrôle d'une entreprise canadienne, l'opération sera soumise à un examen par le gouvernement fédéral ou un avis de cette opération devra être déposé auprès du

gouvernement conformément à la *Loi sur Investissement Canada* (la « LIC »). Le processus d'examen prévu par cette loi est enclenché dès qu'un « non-Canadien » « acquiert le contrôle » d'une « entreprise canadienne ». Le seuil de l'examen applicable à un investisseur d'un pays membre de l'Organisation mondiale du commerce (« OMC ») qui prend le contrôle d'une entreprise canadienne est une « valeur d'entreprise » de 1 milliard de dollars (d'après la valeur comptable des actifs) en 2017 (indexé en fonction de l'inflation).

Pour récapituler, soulignons que l'« acquisition du contrôle » d'une « entreprise canadienne » par un « non-Canadien » (qui comprend la filiale canadienne d'un investisseur étranger) est sujette à un préavis ou à un examen en vertu de la LIC (en l'absence d'une dispense prévue dans cette loi). L'acquisition de la majorité des droits de vote rattachés à l'ensemble des actions d'une société est *réputée* être une acquisition de contrôle, tandis qu'une opération visant au moins le tiers (mais moins que la majorité) des droits de vote est fondée sur la *présomption réfutable* qu'elle est une acquisition de contrôle. L'acquisition de contrôle est sujette à examen lorsque les seuils précités sont dépassés.

Autres aspects importants de la LIC :

- Le seuil d'examen réduit pour les acquisitions dans un « secteur névralgique » (valeur comptable des actifs de 5 millions de dollars canadiens) s'applique seulement à l'égard de l'acquisition du contrôle d'une entreprise canadienne ayant une composante culturelle (sans règle refuge *de minimis*).
- Les examens relatifs à la sécurité nationale peuvent être effectués à l'égard de tout investissement étranger dans une entreprise canadienne. Ils visent à s'assurer que les investissements « ne portent pas atteinte à la sécurité nationale » (expression qui n'est pas définie). Parce qu'il n'existe aucun seuil d'examen, les opérations d'envergure modeste peuvent aussi être examinées. Ce qu'il importe de savoir, pour les investisseurs privés (surtout les fonds souverains), est ceci : les placements minoritaires, même s'ils n'entraînent pas le contrôle d'une entreprise canadienne, peuvent se retrouver dans la mire du gouvernement. Industrie Canada a fait savoir qu'il ne prévoyait pas étudier un grand nombre de dossiers concernant la sécurité nationale, en partie parce qu'il entend inviter le ministère de la Sécurité publique et possiblement le Cabinet fédéral à participer aux décisions. À ce jour, seul un nombre très restreint d'opérations proposées ont entraîné un examen relativement à la sécurité nationale. En pratique, ce processus n'a toutefois pas constitué un obstacle majeur aux investissements étrangers au Canada. Cependant, la LIC a été modifiée en 2015, ce qui a prolongé la durée de certains délais pour effectuer des examens relatifs à la sécurité nationale et a donné au gouvernement fédéral la souplesse de pousser plus loin les examens.

La LIC a beaucoup retenu l'attention des médias et du milieu politique, principalement par suite de son application à certaines opérations de grande notoriété :

- le rejet, en 2008, de l'acquisition projetée, par l'américaine Alliant Techsystems Inc. (« ATK »), de l'entreprise de systèmes d'information de MacDonald, Dettwiler and Associates Ltd (« MDA »);
- la poursuite intentée par le procureur général du Canada contre US Steel Corporation pour violation présumée de ses engagements dans le cadre de l'acquisition du contrôle de Stelco Inc.; le procureur général du Canada demandait l'exécution en nature des engagements et des pénalités financières supplémentaires (cette poursuite a ultimement été réglée);
- le rejet, en 2010, de l'offre publique d'achat hostile de l'australienne BHP Billiton sur Potash Corporation of Saskatchewan;
- les approbations, en 2012, de l'offre publique d'achat de l'entreprise d'État chinoise CNOOC pour acquérir Nexen et de l'offre publique d'achat de l'entreprise d'État malaisienne PETRONAS pour mettre la main sur Progress Energy.

À la suite de ces événements, on s'est demandé quel était le message envoyé par le Canada aux investisseurs internationaux. L'examen minutieux des faits de chaque affaire ne semble pas indiquer un mouvement de protectionnisme accru. Par exemple, l'opération entre ATK et MDA portait sur les satellites Radarsat, qui sont un point névralgique pour le gouvernement canadien. Dans le cas de U.S. Steel Corporation, l'intervention du gouvernement du Canada semble avoir été déclenchée par l'absence flagrante de respect des engagements, car les installations canadiennes ont complètement cessé leurs activités tandis que U.S. Steel Corporation a continué d'exploiter certaines de ses installations américaines. Quant à l'affaire Potash Corporation of Saskatchewan, elle comportait plusieurs faits exceptionnels, dont l'importance disproportionnée de l'entreprise de la société dans une province relativement petite.

Les opérations CNOOC-Nexen et PETRONAS-Progress dans le secteur des sables bitumineux sont associées à des préoccupations propres aux placements effectués par des entreprises d'État étrangères. Ces préoccupations pourraient être à l'origine de modifications apportées à la LIC visant expressément les placements par des entreprises d'État étrangères. Le terme « entreprise d'État » est défini assez largement pour inclure les gouvernements d'États étrangers, les entités sur lesquelles ces États exercent, directement ou indirectement, un contrôle ou une influence, de même que les particuliers agissant sous la direction ou l'influence directe ou indirecte d'un gouvernement ou d'un organisme étranger. Le gouvernement fédéral s'est vu octroyer le pouvoir discrétionnaire de déterminer si une acquisition minoritaire par une entreprise d'État pouvait constituer une acquisition de contrôle. Les placements par une entreprise d'État investisseuse sont assujettis à un seuil considérablement réduit de 379 millions de dollars en 2017 (d'après la valeur comptable des actifs, indexée en fonction de la croissance du PIB nominal), au-dessus duquel les placements sont sujets à examen en vertu de la Loi.

De plus, les placements par des entreprises d'État étrangères sont plus susceptibles de faire l'objet d'une surveillance accrue aux termes des dispositions visant les examens relatifs à la sécurité nationale de la LIC. Des formulaires de déclaration demandent des renseignements permettant d'évaluer l'ampleur du contrôle, de la direction ou de l'influence des entreprises d'État. Ces exigences introduisent d'autres considérations pour les fonds de capital-investissement ayant d'importants placements par des entités gouvernementales étrangères, plus particulièrement les fonds d'État.

Autres lois pertinentes pour les investissements étrangers

De nombreuses autres lois fédérales (comme la Loi sur les télécommunications, la *Loi sur les sociétés d'assurances* et la *Loi sur l'aéronautique*) et provinciales (p. ex., en Ontario, la *Loi sur les distributeurs de livres brochés et de périodiques*, la *Loi sur les assurances* et la *Loi sur les courtiers en hypothèques*) contiennent des restrictions sur la propriété étrangère (ou les administrateurs étrangers) ou des interdictions ou restrictions relativement à l'exploitation de certains types d'entreprises par des « non-Canadiens ».

Enjeux abordés dans le reste du présent chapitre

Dans les autres rubriques du présent chapitre *Placements de capital-investissement*, nous examinerons en détail les principaux enjeux, que sont :

- les incidences fiscales pour les placements de capital-investissement au pays;
- les placements de capital-investissement dans des sociétés ouvertes;
- les placements de capital-investissement dans des sociétés fermées, notamment
 - a) les conventions d'actionnaires;
 - b) les stratégies de sortie;
- les contrats de travail et la rémunération des dirigeants.

Incidences fiscales pour les placements de capital-investissement au pays

De nombreux facteurs fiscaux et commerciaux ont une incidence sur la structure et le financement d'un placement de capital-investissement au Canada, et les options varieront selon le statut, la résidence et la situation fiscale générale de l'investisseur, y compris les taux d'imposition applicables. La présente rubrique met en évidence certaines incidences majeures applicables aux investisseurs privés américains et autres investisseurs privés étrangers qui acquièrent une entreprise canadienne ou investissent dans une entreprise canadienne. Les incidences fiscales applicables à la décision d'acquérir ou non des actifs ou des actions d'une société fermée sont abordées dans le chapitre B de *Fusions et acquisitions au Canada* intitulé « Acquisitions de sociétés fermées »

Questions de structuration

Recours à une société d'acquisition canadienne

Habituellement, un non-résident qui effectue un placement de capital-investissement au Canada établira une filiale d'acquisition canadienne.

Entre autres avantages, le recours à une filiale d'acquisition canadienne facilite ce qui suit :

- la **déduction des frais financiers** du produit de la cible,
- le **remboursement du capital investi** en franchise d'impôt canadien,
- l'**établissement** du coût fiscal de certaines immobilisations de la cible.

Déduction des frais financiers

Les taux d'imposition relatifs influenceront sur la détermination de l'affectation la plus efficace des frais financiers engagés. Afin que les frais financiers soient déductibles du produit de la cible canadienne, une société d'acquisition canadienne pourrait agir à titre d'emprunteur et lors de l'acquisition ou suivant immédiatement l'acquisition, la société d'acquisition fusionne (fusion similaire à une fusion définie dans les lois américaines) avec la cible. La fusion est nécessaire pour regrouper les frais d'intérêt et les produits d'exploitation dans une entité, la législation fiscale canadienne ne prévoyant pas des rendements consolidés dans un groupe de sociétés.

Remboursement du capital investi

En général, une société canadienne privée (aux fins de l'impôt) peut rembourser le capital versé à un actionnaire non résident sans retenue d'impôt canadien. Contrairement à ce qui se passe aux États-Unis, il n'est pas nécessaire de verser les bénéfices avant de rembourser le capital. Le capital versé de la société d'acquisition canadienne correspondra au plein montant versé pour ses actions, un montant qui est, habituellement, supérieur au montant du capital versé historique de la cible. Les règles anti-dépouillement de surplus transfrontalier du Canada restreindront la capacité des contribuables à effectuer une planification après l'acquisition lorsqu'une cible ayant un capital versé peu élevé est acquise; il est donc important de financer entièrement une société d'acquisition canadienne dès le départ.

Établissement ou « majoration »

Lorsqu'un non-résident acquiert les actions d'une société canadienne, il peut être possible de retirer certains actifs de la cible après la clôture en franchise d'impôt en « majorant » le coût des immobilisations détenues par la cible à l'acquisition. Cette « majoration » du prix de base n'est offerte qu'au titre des immobilisations non amortissables, comme les terrains et les actions (elles ne peuvent pas être utilisées pour retirer l'écart d'acquisition ou la plupart des autres actifs d'exploitation d'une société). Souvent, lorsqu'un non-résident fait l'acquisition d'une cible canadienne avec une filiale étrangère, le non-résident bénéficiera de la majoration des actifs de

la filiale étrangère et les distribuera à partir de la cible de sorte qu'ils ne soient plus détenus par la société canadienne. La détermination de la disponibilité de la « majoration » dépend des faits et le recours à la majoration est soumis à un certain nombre de limitations.

Règles sur les transferts à des filiales étrangères

Si la cible canadienne tire une valeur importante d'actions de filiales étrangères, une société d'acquisition canadienne qui est contrôlée par un non-résident sera assujettie aux règles sur les transferts à des filiales étrangères. Ces règles visent à empêcher le « transfert de la dette » à une filiale canadienne ou la réalisation de placements à l'égard du dépouillement de surplus dans des membres étrangers du groupe. S'il y a lieu, les règles donnent lieu au versement d'un dividende réputé assujetti à une retenue d'impôt ou à une réduction automatique du capital versé des actions détenues par la société mère étrangère dans la société canadienne.

Ces règles doivent également être considérées des règles suivant l'acquisition, dans tous les cas lorsqu'une société canadienne qui est contrôlée par le non-résident effectue des « placements » [comme il est défini au sens large par la *Loi de l'impôt sur le revenu* (Canada)] dans des filiales étrangères.

Considérations de financement

Retenues d'impôt sur les intérêts

Habituellement, aucun impôt n'est retenu sur les intérêts versés aux prêteurs non résidents qui n'ont *aucun lien de dépendance* avec un payeur résidant au Canada, sauf si les intérêts sont des « intérêts sur des créances participatives ». Les intérêts versés à des investisseurs non résidents qui ont un *lien de dépendance* avec le payeur sont assujettis à une retenue d'impôt de 25 %, sauf si elle est réduite aux termes d'une convention fiscale applicable. La convention fiscale conclue entre le Canada et les États-Unis élimine les retenues d'impôt sur tous les intérêts (sauf les intérêts sur des créances participatives), notamment les intérêts entre les parties avec lien de dépendance, pour les bénéficiaires qui ont droit aux avantages de la convention.

Retenues d'impôt sur les dividendes

Les dividendes payés par des sociétés canadiennes à des actionnaires non résidents sont assujettis à une retenue d'impôt canadien de 25 %, sauf si elle est réduite aux termes d'une convention fiscale applicable. La convention fiscale intervenue entre le Canada et les États-Unis réduit le taux à 5 % pour les sociétés qui détiennent au moins 10 % des actions avec droit de vote de la société qui verse les dividendes, et 15 % dans les autres cas.

Ratio d'endettement

Les règles canadiennes sur la capitalisation restreinte limitent la proportion du ratio d'endettement que des actionnaires non résidents importants (et certaines personnes liées) peuvent investir dans des sociétés canadiennes. En règle générale, la dette sans lien de dépendance n'a pas d'incidence sur les limites de capitalisation restreinte; les capitaux propres pertinents comprennent le capital versé, le surplus d'apport versé par l'actionnaire non résident et les bénéfices non répartis (de sorte que le versement d'un dividende ou le remboursement de capital réduira les capitaux propres pertinents aux fins de la capitalisation restreinte). Le ratio d'endettement autorisé est de 1,5:1. Si le ratio de 1,5:1 est dépassé, la société canadienne ne pourra pas déduire d'intérêt pour une dette excessive, et les intérêts versés sur la dette excessive seront traités comme des dividendes assujettis à une retenue d'impôt des non-résidents. Des règles similaires existent pour les fiducies, les sociétés en commandite et les sociétés non résidentes.

Règle anti-évitement pour les accords de prêts adossés et de soutien du crédit.

Des règles anti-évitement complexes visent certains accords de prêts adossés et de soutien du crédit. Ces règles ont pour but d'empêcher le recours à un complaisant pour se soustraire aux règles de capitalisation restreinte ou à l'imposition d'une retenue d'impôt sur les intérêts versés aux parties avec lien de dépendance. Les règles sont complexes et devraient être examinées dans le cadre de tout financement transfrontalier, plus particulièrement lorsque des accords d'emprunts à l'intérieur d'un groupe multinational entrent en jeu.

Prix de transfert

Les paiements, notamment les paiements d'intérêts, effectués par des résidents canadiens à des non-résidents ayant un lien de dépendance doivent être conformes aux règles sur les prix de transfert du Canada. Cela suppose, entre autres choses, que l'intérêt versé par une société canadienne à une personne avec lien de dépendance le soit à un taux d'intérêt de pleine concurrence.

Structure de la dette hybride

Les instruments hybrides sont des instruments qui sont traités comme des dettes ou des capitaux propres dans un pays et inversement dans un autre pays. Cette non-concordance dans le traitement fiscal peut offrir des occasions d'accroître l'efficacité fiscale mondiale du groupe de sociétés. La dette hybride et d'autres types d'instruments hybrides peuvent être utilisés pour financer de manière efficace les placements transfrontaliers au Canada dans certains cas.

Autres considérations

Conventions fiscales

Le Canada a un vaste réseau de conventions fiscales qui réduisent les circonstances dans lesquelles les non-résidents pourraient être assujettis à l'impôt sur le revenu du Canada, et les taux de retenues d'impôt sur les paiements d'intérêts, de dividendes et de redevances. Habituellement, les conventions fiscales s'appliquent à quiconque est un résident aux fins de l'impôt du pays concerné. La règle de limitation des avantages, qui est propre à la convention fiscale entre le Canada et les États-Unis, restreint la capacité de certaines personnes à s'en remettre à la convention. L'application de cette règle est complexe et doit être examinée au cas par cas. Dans le cas des investisseurs privés qui ne sont pas des résidents américains ayant droit aux avantages prévus par la convention fiscale des États-Unis, il serait important de tenir compte de l'application possible d'autres conventions fiscales dans la structuration de leurs placements au Canada.

Structures d'actions échangeables

Les structures d'actions échangeables (également appelées structures d'actions donnant droit aux dividendes) sont souvent utilisées dans les acquisitions transfrontalières dans lesquelles un acheteur propose d'acquérir une cible canadienne pour une contrepartie qui comprend l'émission de ses propres actions. La structure d'actions échangeables est utilisée car les lois fiscales canadiennes permettent un transfert libre d'impôt (report de gain) seulement si le vendeur reçoit des actions d'une société canadienne. Afin de conserver le transfert libre d'impôt pour les actionnaires canadiens de la cible, l'acheteur étranger peut créer une filiale canadienne qui émettra des actions échangeables contre des actions de l'acheteur. Ces actions échangeables sont destinées à être l'équivalent économique des actions de l'acheteur (par exemple, elles comportent habituellement un droit aux dividendes correspondant aux dividendes versés sur les actions de l'acheteur). Le vendeur canadien accepte les actions échangeables en paiement (ou en paiement partiel) à la disposition des actions de la cible. Étant donné que le vendeur canadien reçoit des actions émises par une société canadienne, il n'aura généralement pas à payer d'impôt au Canada jusqu'à ce que ces actions échangeables soient échangées contre les actions de l'acheteur non résident. La structure d'actions échangeables comporte certaines questions sur le plan du droit des sociétés et du droit fiscal qui doivent être prises en considération, mais dans bien des cas, il s'agit d'une structure qui peut être mise en œuvre à la satisfaction de toutes les parties.

Considérations de sortie

En règle générale, les investisseurs non résidents ne sont pas assujettis à l'impôt canadien sur les gains en capital réalisés à la disposition d'actions d'une société canadienne; l'impôt est imputé seulement si, en tout temps au cours des 60 mois précédents, la vente des actions a généré plus de 50 % de leur juste valeur

marchande provenant de biens immobiliers situés au Canada, d'avoirs miniers ou d'avoirs forestiers canadiens, ou d'options à l'égard de ceux-ci (et, dans le cas d'actions inscrites en bourse, si les personnes physiques et les sociétés de personnes avec lien de dépendance non résidentes dans lesquelles elles détiennent une participation détiennent plus de 25 % des actions de toute catégorie de la société). Aux termes de certaines conventions fiscales du Canada, notamment la convention fiscale conclue entre le Canada et les États-Unis, l'application de l'impôt est restreinte aux gains sur les ventes d'actions dont la valeur provient de biens immobiliers situés au Canada à la vente des actions.

Placements de capital-investissement dans des sociétés ouvertes

Les enjeux que soulève un placement de capital-investissement dépendent du type d'opération envisagé. Ainsi, il y aura davantage de questions juridiques à régler si le placement résulte en un changement de contrôle ou lorsqu'il est fait dans une société ouverte d'envergure (habituellement, un « émetteur assujéti ») plutôt que dans une petite société fermée ayant une poignée d'actionnaires. Dans la présente rubrique, nous analyserons les placements dans les sociétés ouvertes, tant ceux qui ne comportent pas un changement de contrôle que ceux qui en comportent un.

Placements de capital-investissement : sans changement de contrôle

Exemptions selon le droit des valeurs mobilières

Pour éviter d'avoir à se conformer aux obligations coûteuses d'inscription et de prospectus de la législation sur les valeurs mobilières applicable, l'investisseur privé qui investit dans une société ouverte canadienne avait traditionnellement recours à diverses dispenses en vertu de cette législation, notamment la dispense pour investisseur qualifié et la dispense pour montant minimal d'investissement. Le Règlement 45-106 (le « Règlement 45-106 » ou la Norme canadienne 45-106 ailleurs qu'au Québec) a permis de consolider et d'harmoniser plusieurs des dispenses de prospectus les plus courantes prévues par les différents régimes de lois en matière de valeurs mobilières provinciaux et territoriaux, quoiqu'il subsiste encore des différences dans certains territoires.

Relativement au financement par capitaux propres, plusieurs dispenses relatives à la collecte de capitaux peuvent être invoquées. L'investisseur privé voudra évidemment s'assurer que l'opération proposée est admissible à l'une des catégories de dispense suivantes prévues par le Règlement 45-106 :

Investisseurs qualifiés

Des titres, de quelque valeur que ce soit, peuvent être émis, sur le fondement d'une dispense, à des « investisseurs qualifiés », notamment les institutions financières canadiennes et les entités dont l'actif net est supérieur au montant précisé (qui est

actuellement de 5 000 000 \$ CA), qui achètent pour leur propre compte, ou encore être négociés avec eux. La plupart des catégories d'investisseurs qualifiés qui visent les particuliers exigent que ceux-ci signent un formulaire Reconnaissance de risque avant de convenir d'acheter des titres aux termes de cette dispense. Lorsqu'il se prévaut de cette dispense, l'émetteur doit déposer un rapport de dispense et acquitter les droits exigés. La première opération sur les titres achetés aux termes de cette dispense comporte une période de détention de quatre mois, sauf si une autre dispense est offerte ou si les titres sont visés par un prospectus.

Montant minimal d'investissement

Des titres peuvent être émis sur le fondement d'une dispense à tout souscripteur (sauf un souscripteur individuel) qui en achète pour son propre compte et pour au moins 150 000 \$ CA et qui les paie au comptant à la clôture. Les titres émis et négociés doivent être d'un seul émetteur, mais plusieurs types de titres (comme des actions et des titres de créance) peuvent être vendus en parts dont le total satisfait au coût d'acquisition minimal. Si un émetteur souhaite se prévaloir de cette dispense pour d'autres placements, le coût d'acquisition de ces placements doit aussi être d'au moins 150 000 \$ CA. De plus, selon cette dispense, l'émetteur doit déposer un rapport de dispense et acquitter les droits exigés. La première opération sur les titres achetés aux termes de cette dispense comporte une période de détention de quatre mois, sauf si une autre dispense peut être invoquée ou si les titres sont visés par un prospectus.

Notice d'offre

Une opération effectuée par un émetteur sur ses propres titres est dispensée si, entre autres, le souscripteur achète des titres pour son propre compte, l'émetteur lui remet une notice d'offre selon le modèle prescrit et obtient de lui une déclaration de reconnaissance de risque. Il est à noter que la dispense n'est pas uniforme dans tous les territoires et que la préparation d'une notice d'offre, et dans certains territoires, les obligations d'information continue imposées aux émetteurs non assujettis, peuvent être lourdes.

Dispense pour émetteur fermé

Comme son nom l'indique, la quatrième dispense importante – la dispense pour « émetteur fermé » – s'applique principalement à un placement dans une société fermée. Cette dispense est abordée à la rubrique « Placements de capital-investissement dans des sociétés fermées » ci-après.

Autres dispenses

Bien que les dispenses décrites ci-dessus soient celles les plus souvent utilisées par les investisseurs privés, d'autres dispenses peuvent être invoquées, notamment la dispense visant les amis, les parents et les partenaires, la dispense relative à l'émission de droits, la dispense visant les porteurs de parts existants et une

nouvelle dispense relative au financement participatif offerte seulement dans certaines provinces (notamment l'Ontario). Bien que ces dispenses s'appliquent chacune différemment, dont certaines limitant le nombre de ceux qui peuvent acheter les titres ou le montant que les investisseurs peuvent investir au titre de la dispense, sauf la dispense relative à l'émission de droits, elles exigent toutes que l'émetteur dépose un rapport de dispense et elles imposent des restrictions sur la première opération des titres.

Obligations d'information continue

Comme c'est le cas dans d'autres territoires, toute société ouverte canadienne (ou un « émetteur assujéti ») est tenue de déposer de nombreux documents auprès des autorités en valeurs mobilières, dont ceux qui sont énumérés ci-dessous :

- des états financiers intermédiaires et annuels;
- un rapport de gestion;
- une notice annuelle;
- des déclarations de changement important;
- des circulaires de sollicitation de procurations.

Ces obligations pour les investisseurs dans les sociétés ouvertes sont importantes, car elles exigent parfois que soient fournis certains renseignements sur l'investisseur et sa participation dans la société ouverte (y compris les projets futurs). Elles sont habituellement les mêmes que celles en vigueur aux États-Unis et dans d'autres pays.

Opérations de changement de contrôle

Mécanismes

Si l'opération en question entraîne un changement de contrôle de la cible, les exigences des lois sur les sociétés par actions et sur les valeurs mobilières applicables sont beaucoup plus complexes. Les trois mécanismes utilisés le plus couramment dans les opérations de fusion et d'acquisition visant des sociétés ouvertes canadiennes sont les suivants :

- l'offre publique d'achat;
- le plan d'arrangement;
- la fusion prévue par la loi (ou « éviction »).

Un résumé de chacune de ces opérations est présenté ci-après, suivi d'un exposé sur les devoirs des administrateurs. Pour un exposé détaillé de la question, consulter le chapitre C de *Fusions et acquisitions au Canada*, intitulé « Acquisitions de sociétés ouvertes ».

Offre publique d'achat

L'offre publique d'achat se distingue du « tender offer » aux États-Unis par deux éléments : (i) le mécanisme d'offre publique d'achat au Canada est parfois utilisé pour réaliser des opérations amicales et (ii) l'offre publique d'achat canadienne est définie par un critère de démarcation nette selon lequel il s'agit d'une offre visant à acquérir les titres de participation ou les titres avec droit de vote d'un émetteur de sorte que les avoirs de l'initiateur (avec ceux de ses alliés) représentent au moins 20 % des titres en circulation.

Échéancier de l'offre

L'offre publique d'achat peut être lancée (i) par la publication d'une annonce dans un quotidien, auquel cas la date de l'offre est celle de la publication, ou (ii) par l'envoi par la poste d'une circulaire d'offre publique d'achat aux actionnaires de la cible, auquel cas la date de l'offre est celle de l'envoi par la poste. Lorsque l'offre publique d'achat est lancée par une annonce, l'initiateur doit demander à la cible de lui fournir la liste de ses actionnaires au même moment que la publication ou avant celle-ci. Dans les deux jours ouvrables suivant la réception de la liste, l'initiateur doit envoyer une note d'information (qui énonce les particularités de l'offre et certains renseignements obligatoires) aux actionnaires inscrits sur cette liste. Peu importe la manière dont l'offre est lancée, dans les 15 jours de l'offre, les administrateurs de la cible doivent rédiger et envoyer une circulaire des administrateurs, qui recommande l'acceptation ou le rejet de l'offre. L'offre publique d'achat doit être en vigueur pendant au moins 35 jours.

Le délai minimal de dépôt obligatoire est de 105 jours (pouvant être ramené à un minimum de 35 jours dans certains cas) et exige que plus de 50 % des titres en circulation détenus par des personnes autres que l'initiateur (et ses alliés) doivent être offerts avant que l'initiateur ne puisse prendre livraison des titres offerts aux termes de l'offre. De plus, la période d'ouverture doit être prolongée de dix jours après que l'obligation de délai minimal de dépôt a été respectée et que toutes les autres modalités de l'offre ont été remplies ou ont fait l'objet d'une renonciation.

Aucune convention accessoire ni aucune condition de financement

Étant donné qu'on doit offrir aux actionnaires une contrepartie identique (ou un choix identique de contreparties), les conventions accessoires ne sont généralement pas permises, sauf dans certains cas. La pratique en vigueur aux États-Unis se distingue principalement de celle du Canada par le fait qu'ici, des ententes de financement appropriées doivent avoir été conclues au moment de l'offre. Ainsi, au Canada, les offres ne sont pas conditionnelles au financement.

Évictions et acquisitions forcées

Lorsqu'un nombre suffisant d'actions a été déposé pour permettre à l'initiateur d'avoir une participation d'au moins 90 %, la procédure d'acquisition forcée prévue par le droit des sociétés au Canada lui permet d'acquérir le restant des actions, sous

réserve des droits à la dissidence et à l'évaluation. Par contre, si les dépôts d'actions lui donnent une participation de 66 2/3 % (ou 75 % selon le territoire de constitution de la cible), mais pas de 90 %, une opération d'éviction de deuxième étape est habituellement possible, à condition d'avoir l'appui de la majorité des actionnaires minoritaires et sous réserve des droits à la dissidence et à l'évaluation. Les offres comprennent souvent une condition de dépôt minimal qui permet à l'initiateur d'obtenir les actions qui n'ont pas été déposées par une opération de fermeture (ou d'éviction) de deuxième étape, qui est décrite ci-dessous. Cette condition exige habituellement le dépôt (i) d'au moins 66 2/3 % des actions en circulation (ou 75 % dans certains territoires) pour réaliser la fusion ou l'opération d'éviction, et (ii) des titres de la majorité des porteurs minoritaires.

Plan d'arrangement

Un plan d'arrangement est une procédure approuvée par les tribunaux suivant laquelle une société solvable peut effectuer des changements fondamentaux, comme un regroupement avec une ou plusieurs autres sociétés. C'est souvent la méthode privilégiée dans le cas d'une acquisition négociée parce que le tribunal dispose d'un vaste pouvoir pour approuver les modalités complexes ou particulières de l'opération et que plusieurs formes de financement conditionnel sont possibles. Les actionnaires doivent approuver l'arrangement, mais le déroulement de l'assemblée des actionnaires est établi par le tribunal, tout comme le seuil d'approbation requis (qui est normalement fixé à 66 2/3 %, avec l'obligation d'obtenir l'appui de la majorité des porteurs minoritaires si l'opération est réalisée entre personnes apparentées). Les tribunaux répartissent souvent les porteurs de titres visés en diverses catégories (p. ex. porteurs d'actions ordinaires et porteurs d'actions privilégiées) pour les besoins de l'approbation. Même s'ils ne sont pas prescrits par la loi, les droits à la dissidence et à l'évaluation font normalement partie du processus imposé par les tribunaux. L'approbation définitive de ces derniers est nécessaire et est généralement accordée après l'obtention de l'approbation requise des actionnaires et lorsque l'arrangement est jugé « juste et raisonnable » par le tribunal.

Fusion visée par la loi

L'équivalent légal canadien de la fusion américaine est essentiellement un processus par lequel au moins deux entreprises commerciales sont regroupées en une seule société prorogée. La différence au Canada réside dans le fait que ni l'une ni l'autre de ces sociétés ne cessent d'exister, mais elles poursuivent plutôt leurs activités comme une entité regroupée. La société issue de la fusion acquiert l'ensemble des biens, droits, actifs et passifs de chacune des sociétés fusionnantes, une transition en douceur qui est souvent commercialement avantageuse, car les actifs et passifs ne sont pas réputés avoir été transférés ou pris en charge (ce qui évite la nécessité d'obtenir la plupart des consentements requis (mais pas tous) et de payer les taxes de transfert). Les fusions, qui sont des opérations négociées, exigent l'approbation de 66 2/3 % des actionnaires (ou de 75 % dans certains territoires) et, dans le cas

d'une « opération entre personnes apparentées » (p. ex., une opération de fermeture), elles peuvent nécessiter l'approbation de la majorité des porteurs minoritaires. Les fusions sont assujetties au droit à la dissidence et au droit à l'évaluation prévus par la loi.

Devoirs des administrateurs

Dans une situation de changement de contrôle, le conseil d'administration d'une société canadienne doit accomplir des tâches précises, qui sont décrites en détail au chapitre D de *Fusions et acquisitions au Canada* intitulé « Devoirs du conseil de la société cible ».

Au Canada, les administrateurs ont généralement trois devoirs légaux fondamentaux :

- le devoir de gérer la société ou de superviser la direction de celle-ci;
- le devoir fiduciaire d'agir avec honnêteté et de bonne foi au mieux des intérêts de la société, notamment le devoir d'éviter les conflits d'intérêts;
- le devoir d'agir avec le soin, la diligence et la compétence dont ferait preuve, dans des circonstances semblables, une personne d'une prudence raisonnable.

La jurisprudence canadienne, notamment *BCE c. Détenteurs de débetures de 1976*, a éclairci ces obligations (plus particulièrement, dans le cadre de sociétés régies par la Loi canadienne sur les sociétés par actions (la « LCSA »), même si les principes s'appliquent de façon plus générale) de la manière suivante :

- Le devoir fiduciaire des administrateurs s'applique à l'égard de la société. C'est-à-dire qu'il consiste à faire de la société une « meilleure entreprise », comme l'a précisé la Cour suprême dans l'arrêt *Magasins à rayons Peoples*, en ajoutant que lorsqu'ils s'acquittent de cette obligation envers la société, les administrateurs devraient tenir compte de l'effet éventuel des décisions commerciales sur les attentes raisonnables des actionnaires et autres groupes d'intérêts, comme les employés, les fournisseurs, les créanciers, les consommateurs, les gouvernements et l'environnement. Il n'existe aucune « règle de priorité » stricte qui stipule que les actionnaires ont préséance dans toutes les situations.
- Les administrateurs ont un devoir de diligence, qui est distinct du devoir fiduciaire, envers la société et (en vertu de la LCSA et de certaines lois provinciales) ses actionnaires, porteurs de titres et créanciers.
- La « règle de l'appréciation commerciale » protégera en général les décisions commerciales qui ont été prises par un conseil de manière honnête et avisée, de bonne foi et pour des motifs raisonnables. Le tribunal s'en remettra habituellement à l'appréciation commerciale du conseil, à condition que la mesure choisie fasse partie d'une gamme de solutions de rechange raisonnables.

Dans les cas de changement de contrôle, les autorités canadiennes de réglementation des valeurs mobilières jouent, bien entendu, un rôle plus déterminant que les tribunaux du pays. Même si les principes directeurs ne sont pas parfaitement clairs, les décisions judiciaires récentes ont souligné l'importance pour

le conseil de soumettre les offres d'achat au vote des actionnaires. Les pilules empoisonnées sont, par conséquent, efficaces seulement au cours d'une période donnée et la stratégie de « dire non simplement » ne semble pas une option viable dans la plupart des situations de changement de contrôle éventuel. Ces décisions réglementaires divergent de la jurisprudence canadienne, dont la décision *BCE*, qui tend à privilégier les devoirs fiduciaires du conseil envers la société dans son ensemble, ce qui, en théorie, accorderait au conseil une plus grande marge de manœuvre pour décider de la réponse qu'il convient de donner à une offre publique d'achat. Mais, pour le moment, l'opinion professée par les commissions des valeurs mobilières est, sur le plan pratique, le point de vue dominant au Canada.

Nous allons maintenant examiner d'autres éléments concernant les administrateurs dans le cadre de l'accomplissement de leurs devoirs dans le cas d'un changement de contrôle.

Abus

En vertu de la plupart des lois canadiennes sur les sociétés par actions, les sociétés et leurs administrateurs (entre autres) peuvent être tenus responsables des mesures qui sont « abusives ou injustement préjudiciables » aux intérêts des divers groupes d'intérêts, notamment les actionnaires et les créanciers. En général, les tribunaux canadiens appliquent comme bon leur semble ce « recours en cas d'abus » tout en tenant compte des « attentes raisonnables » de la partie qui a déposé une plainte à cet effet et de la règle de l'appréciation commerciale. Parce qu'il est étendu et qu'il a un caractère équitable très souple, le recours en cas d'abus est souvent la première procédure qu'utilisent les actionnaires et créanciers mécontents au Canada à l'égard d'une opération visant un changement de contrôle.

Décision BCE : les attentes raisonnables des groupes d'intérêts et l'appréciation commerciale du conseil

Dans l'arrêt *BCE*, la Cour suprême du Canada a rejeté la demande pour abus présentée par certains détenteurs de débentures de BCE. Les plaignants avaient allégué que la valeur boursière de leurs avoirs et la notation de premier ordre qui leur avait été accordée risquaient de diminuer à cause du plan d'arrangement proposé. La Cour suprême a déclaré que même si un arrangement proposé doit servir un objectif commercial valable, il ne doit pas nécessairement être « la solution parfaite », pourvu qu'il réponde adéquatement aux attentes raisonnables des parties intéressées concernées. En citant la décision *Re Canadian Pacific Ltd.* (1990), 73 OR (2d) 212 (H.C.), le tribunal a souligné que lorsqu'une opération est nécessaire à la survie de la cible, l'arrangement sera fort probablement approuvé malgré son effet préjudiciable sur certaines catégories de parties intéressées, un point qui pourrait être important pour les sociétés de capital investissement qui recherchent des entreprises fragiles ou en difficulté pour leur potentiel de redressement.

En rejetant la demande des détenteurs de débentures, la Cour suprême a conclu que la décision du conseil de BCE d'aller de l'avant « se situe dans l'éventail des solutions

raisonnables qu'ils [les administrateurs] auraient pu choisir en soupesant des intérêts opposés » et qu'il n'était pas raisonnable de s'attendre à ce que la société prenne les mesures nécessaires pour que les débentures conservent la notation qui leur avait été attribuée, surtout que cette obligation aurait pu être négociée dans le contrat conclu entre les parties, mais qu'elle ne l'a pas été.

Cette décision, qui est l'un des jugements les plus importants de la Cour suprême à ce jour concernant les devoirs des administrateurs dans les plans d'arrangement, laisse fortement entendre que les tribunaux canadiens demeureront pragmatiques et s'en reporteront en général à l'appréciation commerciale du conseil lorsque celle-ci a été exercée de manière éclairée, prudente et raisonnable.

Tactiques de défense et mesures de protection des opérations dans leur ensemble

Que l'opération soit réalisée au moyen d'un plan d'arrangement, d'une offre publique d'achat, d'une fusion ou autrement, le rôle du conseil d'administration de la cible est déterminant dans une opération de changement de contrôle mettant en cause une cible canadienne cotée en bourse. Plus particulièrement, les tactiques de défense et les mécanismes visant à protéger les opérations du conseil doivent être utilisés en tenant compte des éléments suivants :

- La marge de manœuvre qui permet de mettre en œuvre ces tactiques et mécanismes est **assujettie aux devoirs fiduciaires** des administrateurs (et au devoir de diligence connexe ainsi qu'au devoir de gérer la société) qui, comment nous l'avons vu précédemment, sont imposés par la loi dans une forme qui est, à certains égards, plus rigoureuse que les devoirs correspondants imposés par la common law ou en equity.
- Étant donné ces devoirs et comme les autorités canadiennes en valeurs mobilières ont clairement établi que la législation en valeurs mobilières a pour principal objectif de protéger les intérêts de bonne foi des actionnaires de la société cible, les administrateurs d'une société cible canadienne sont **limités à la fois dans les tactiques de défense** qu'ils peuvent employer pour écarter les acquéreurs dont ils ne veulent pas et dans les **dispositifs de protection des opérations** qu'ils peuvent offrir à l'acquéreur éventuel.
 - Au Canada, les techniques de structure (comme les régimes de droits des actionnaires et les restrictions prévues dans la charte ou le règlement administratif) ne sont pas utilisées ou sont relativement inoffensives – la principale exception étant les conventions de statu quo négociées.
 - Lorsqu'ils sont utilisés, les régimes de droits des actionnaires sont généralement autorisés pendant une courte période afin d'accorder au conseil le temps d'examiner la réponse qu'il convient de donner à une offre publique d'achat, même s'il s'agit d'une question en évolution qui sera certainement touchée par les règles visant les offres publiques d'achat abordées ci-dessus.
 - Les tactiques de défense (le fait de simplement dire non, la restructuration des capitaux, les options sur les actifs attrayants et techniques semblables) ne sont pas très répandues étant donné qu'elles doivent, en vertu des lois

canadiennes, avoir un objectif commercial évident et qu'elles peuvent entraîner des poursuites de la part d'actionnaires ou d'autorités de réglementation. Une convention de soutien négociée (ou une convention de fusion) avec un chevalier blanc est une solution beaucoup plus courante au Canada.

- Parce que la défense qui consiste à « dire non simplement » est très difficile à invoquer au Canada, en général, une fois que la cible canadienne est mise en jeu, il en résultera fort probablement une opération (dans laquelle interviendra assez souvent un « chevalier blanc »).
 - Les dispositifs de protection des opérations employés au Canada sont généralement conformes à la pratique américaine et comprennent des indemnités de rupture des négociations, des engagements de non-sollicitation, des droits d'égaliser une offre concurrente (habituellement lorsque la cible reçoit une proposition supérieure et que les administrateurs exercent leur option de retrait fiduciaire) et des conventions de blocage avec les principaux actionnaires.
- Comme aux États-Unis, le **processus** adopté par le conseil est extrêmement important pour établir si les membres du conseil se sont acquittés de leurs devoirs fiduciaires et autres obligations prévues par la loi. Ce processus portera notamment sur la formation d'un comité spécial (y compris le moment opportun pour créer ce comité et l'indépendance des membres du comité), le recours approprié à des conseillers, les délais des réponses aux initiateurs ainsi que le contrôle et l'affectation des actifs de la société (comme les renseignements confidentiels).
- Comme nous l'avons vu ci-dessus, les tribunaux canadiens ont avalisé la doctrine américaine de l'« **appréciation commerciale** », suivant laquelle, dans diverses situations, ils s'en remettent à un conseil éclairé qui a pris sa décision avec intégrité et prudence, de bonne foi et avec des motifs valables.
- Bien que les tribunaux canadiens aient essentiellement rejeté le « devoir *Revlon* » des États-Unis (qui est interprété comme étant l'obligation du conseil d'augmenter au maximum la valeur pour les actionnaires dans le cadre d'un changement de contrôle), la démarche canadienne peut vraisemblablement être décrite comme un « **Revlon modifié** » selon lequel le conseil d'une cible canadienne a l'obligation d'obtenir la meilleure valeur pour les actionnaires pouvant raisonnablement être obtenue, en tenant compte des attentes raisonnables des autres groupes d'intérêts de la société et des intérêts de la société dans son ensemble.
- Pour diverses raisons (qui sont expliquées en détail au chapitre C de *Fusions et acquisitions au Canada*), un grand nombre de changements de contrôle sont effectués au Canada au moyen d'un plan d'arrangement prévu par la loi, qui exige une audience sur le caractère équitable de l'opération pour que les tribunaux donnent leur approbation.
- Comme nous l'avons également expliqué plus haut, les lois canadiennes sur les sociétés par actions offrent un **recours étendu en cas d'abus** aux porteurs de titres, créanciers et autres plaignants qui demandent réparation pour des actes « abusifs ou injustement préjudiciables » ou pour des mesures qui ignorent

injustement leurs intérêts. Dans l'arrêt *BCE* mentionné précédemment, la Cour suprême du Canada a expressément cité les pilules empoisonnées comme exemple de « préjudice injuste » aux termes du recours pour abus. L'audience sur le caractère équitable exigée pour approuver un plan d'arrangement offre souvent le forum idéal pour présenter une telle réclamation.

Placements de capital-investissement dans des sociétés fermées

Réalisation du placement : dispenses de prospectus

Comme nous l'avons vu ci-dessus relativement aux sociétés ouvertes, le Règlement 45-106 permet d'harmoniser les obligations de prospectus prévues par les différents régimes de lois en matière de valeurs mobilières provinciaux et territoriaux du Canada. Bien que les dispenses analysées précédemment (pour « investisseur qualifié », pour « montant minimal d'investissement » et la « notice d'offre ») ne soient pas exclusives aux sociétés ouvertes, la dispense pour émetteur fermé est la plus étendue et la plus utile pour une société fermée.

Dispense pour émetteur fermé

Les titres, de quelque valeur que ce soit, d'« émetteurs fermés » peuvent être distribués sur la base d'une dispense à certains investisseurs précisés, qui achètent des titres pour leur propre compte (notamment les administrateurs, les dirigeants et certains membres de leur famille, les porteurs de titres existants, les investisseurs qualifiés et les personnes qui ne sont pas membres du public). L'« émetteur fermé » est un émetteur qui n'est pas un « émetteur assujéti » ou un fonds d'investissement et dont les documents constitutifs ou les conventions d'actionnaires contiennent des restrictions à la libre cession de ses titres (autres que les titres de créance non convertibles). De plus, les titres de l'émetteur ne doivent pas être détenus en propriété véritable par plus de 50 personnes (excluant les employés ou les anciens employés), pour que l'émetteur puisse être considéré comme un « émetteur fermé ». La dispense pour émetteur fermé ne s'appliquera que lorsque l'émetteur aura placé ses titres auprès de certains investisseurs précisés. Plus important encore, si un émetteur fermé place des titres auprès d'une personne qui n'est pas précisée dans la dispense (et même si le placement repose sur une autre dispense), il ne sera plus un émetteur fermé et ne pourra pas continuer à se prévaloir de la dispense pour émetteur fermé. La prémisse générale est d'empêcher un émetteur de placer des titres auprès du public, ce qui est une décision fondée sur les faits et un concept qui a été interprété très largement dans le contexte de la négociation des titres. Il n'est pas nécessaire de produire un rapport de dispense visant les placements (et aucun droit n'est exigé) concernant l'émission ou la négociation des titres dispensés d'un émetteur fermé.

Établissement de la relation d'affaires : conventions d'actionnaires

Les investisseurs privés, qui détiennent souvent des participations minoritaires dans des sociétés fermées, veulent habituellement s'assurer que des conventions d'actionnaires ont été conclues afin d'exercer une certaine influence et d'avoir une certaine latitude pour atteindre leurs objectifs (valorisation de l'entreprise et, une fois cet objectif atteint, vente au moment opportun et réalisation d'un profit). Dans la plupart des cas, le type de convention d'actionnaires qui permet de réaliser ces objectifs est la « convention unanime des actionnaires » (« CUA »), qui bénéficie d'un statut spécial en vertu des lois canadiennes sur les sociétés par actions. Les sous-rubriques qui suivent traitent de la CUA et de ses principales dispositions.

Statut spécial d'une CUA

En droit canadien, une « convention d'actionnaires » désigne un accord général qui contient habituellement des dispositions qui, aux États-Unis, feraient l'objet de conventions distinctes, soit une convention d'actionnaires, une convention concernant les droits des investisseurs et une convention concernant les droits d'inscription. Au Canada, une convention d'actionnaires ordinaire est simplement un type de contrat commercial qui est assujéti aux statuts et aux règlements administratifs de la société (et aux dispositions de la loi sur les sociétés par actions qui régit la société en question), mais la convention unanime des actionnaires est différente. Elle jouit d'un statut hybride particulier, en partie contractuel et en partie constitutionnel (c.-à-d., à certaines fins, notamment pour déterminer le contrôle *de jure*, la CUA est considérée comme un document constitutif de la société. Voir les décisions *Duha Printers (Western) Ltd. c. Canada*, [1998] 1 R.C.S. 795 et *Sumner v. PCL Constructors Inc.*, 2011 ABCA 326 (CanLII), qui analysent la nature de la CUA).

Autrement dit, dans les faits, les actionnaires qui sont parties à une CUA peuvent se soustraire à certaines exigences légales, ce qu'il n'est généralement pas possible de faire par contrat. Plus important encore est le fait que la CUA peut limiter les pouvoirs que les administrateurs exercent habituellement sur la société, directement ou en supervisant la direction de celle-ci. La CUA, qui est mentionnée dans la plupart des lois canadiennes sur les sociétés par actions, offre aux actionnaires une occasion unique de définir la structure constitutionnelle et de gouvernance de leur société comme bon leur semble, notamment pour satisfaire les besoins d'un actionnaire privé.

Contenu habituel d'une CUA

Les parties à une CUA doivent inclure *tous* les actionnaires inscrits de toutes catégories (avec ou sans droit de vote, actions ordinaires ou privilégiées) et, habituellement, les actionnaires conviennent de se dégager par contrat de certaines de leurs obligations prévues par loi ou de les modifier, notamment :

- en demandant aux administrateurs et aux actionnaires de voter sur des questions précises lorsque le vote n'est pas exigé par la loi (p. ex., à l'égard d'un contrat d'un certain montant);

- en exigeant une majorité de votes plus élevée que celle prescrite par la loi habilitante (p. ex., 90 % au lieu de 66 2/3 % dans le cas des modifications aux statuts), ou en conférant à certains actionnaires des droits de veto;
- en limitant l'exercice du pouvoir discrétionnaire des administrateurs à l'égard de certaines questions comme l'émission d'actions, l'adoption ou la modification de règlements administratifs, la nomination de dirigeants, l'établissement de la rémunération (des administrateurs, des dirigeants et des employés), les emprunts, ou encore l'octroi de garanties ou de sûretés sur les biens de la société.

Avantages d'une CUA

Parmi les nombreux avantages de la CUA, deux d'entre eux sont à retenir :

- la CUA lie les acheteurs d'actions de la société sans qu'ils aient à la signer (certaines lois exigent qu'une mention à cet effet figure sur les certificats d'actions – tandis que d'autres accordent aux souscripteurs un droit de résolution sans mention de la CUA);
- les lois sur les sociétés par actions pertinentes prévoient des méthodes d'exécution qui vont au-delà des recours contractuels habituels, y compris l'exécution forcée d'une ordonnance de conformité par l'organisme de réglementation habilité par la loi en question.

De plus, la CUA (même une CUA qui a une durée limitée ou un but restreint) peut prévoir l'approbation des mesures d'entreprise que le conseil en place peut hésiter à approuver (notamment pour des raisons de responsabilité éventuelle).

Responsabilité des actionnaires aux termes d'une CUA

Dans la mesure où la CUA restreint le pouvoir des administrateurs de gérer les activités commerciales et les affaires internes de la société ou d'en superviser la direction, tant les droits et pouvoirs qui sont conférés aux administrateurs que les obligations et responsabilités qui leur incombent aux termes de la loi sur les sociétés par actions applicable ou autrement sont dévolus aux parties à la CUA auxquelles est conféré ce pouvoir (habituellement les actionnaires). Ces responsabilités peuvent inclure notamment :

- les responsabilités prescrites par la loi sur les sociétés par actions, comme celle de verser aux employés un montant représentant un maximum de six mois de salaire et celle liée à l'émission d'actions pour des biens dont la valeur est insuffisante et au versement de dividendes ou au rachat ou à l'acquisition d'actions par la société lorsqu'elle ne respecte pas les critères de solvabilité établis par la loi;
- les obligations fiscales, comme les retenues à la source et les montants à verser au titre de la taxe sur les produits et services (TPS) du fédéral et de la taxe provinciale de vente harmonisée ou de vente au détail;
- les montants à payer en vertu de lois autres que celles régissant les sociétés, comme la *Loi sur les normes d'emploi*, la *Loi sur la protection de l'environnement*

et la *Loi sur les régimes de retraite* de l'Ontario, ou l'équivalent de ces lois dans d'autres territoires.

Comme c'est le cas aux États-Unis et dans d'autres pays, les lois sur les sociétés par actions ne sont pas les seules à conférer des droits, des devoirs et des responsabilités aux administrateurs de société. La question de savoir si une CUA peut ou non décharger un administrateur de ses obligations et responsabilités en vertu d'autres lois dépend du libellé de chaque loi en question. Ainsi, le paragraphe 2(2) de la *Loi sur la santé et la sécurité au travail* de l'Ontario interdit de transférer aux actionnaires les obligations de conformité incombant aux administrateurs en vertu de cette loi. Lorsque des obligations sont énoncées dans les lois de divers territoires, il faut déterminer à qui incombe la responsabilité. En cas de divergence entre la loi fédérale et une loi provinciale, la « doctrine de la suprématie » du Canada peut s'appliquer, c'est-à-dire que la loi fédérale prévaut sur la loi provinciale conflictuelle.

Questions de gouvernance et la CUA

Les investisseurs privés demandent habituellement que leurs candidats soient nommés au conseil d'administration. Si cela arrive, il est important que la CUA prévoie la diminution ou la résiliation du droit d'un actionnaire de nommer des administrateurs dans certains cas, notamment :

- une diminution du nombre de titres de l'actionnaire, par rapport au pourcentage initial, y compris une diminution par suite de la vente d'actions;
- un manquement important de la part de l'actionnaire à s'acquitter de certaines obligations précisées.

Dans chaque cas, il importe de se demander si l'actionnaire perdrait tous les candidats qu'il a nommés ou quelques-uns seulement.

La CUA doit également stipuler que l'actionnaire nommant des candidats respecte les exigences des lois sur les sociétés relativement au nombre d'administrateurs qui doivent résider au Canada.

Conflits d'allégeance des candidats aux postes d'administrateurs

Comme c'est généralement le cas aux États-Unis, les administrateurs de sociétés canadiennes qui sont les candidats d'un actionnaire doivent s'acquitter des mêmes devoirs fiduciaires que ceux incombant aux autres membres du conseil : c'est-à-dire agir au mieux des intérêts de la société. Étant donné que cette obligation s'applique même lorsque les intérêts de la société sont incompatibles avec ceux de l'actionnaire qui a proposé des candidats (sauf pour un cas exceptionnel prévu dans la *Business Corporations Act* de l'Alberta), l'administrateur dont la candidature a été proposée par l'actionnaire peut se retrouver, en tout temps, dans une situation délicate. La CUA peut régler ce problème en retirant tous les droits et pouvoirs du conseil pour les confier aux actionnaires. Une solution moins radicale consiste à demander que toute question qui n'a pas été approuvée à l'unanimité par les

administrateurs soit approuvée par les actionnaires ou par un certain pourcentage d'actionnaires (il s'agit alors plus d'un contrôle négatif ou d'un droit de veto).

Droits de veto des actionnaires

Une autre façon d'éviter les problèmes au niveau du conseil, à laquelle on a souvent recours dans une CUA, consiste à exiger que toutes les questions particulières soient approuvées par les actionnaires. Du point de vue des investisseurs privés, cette approche est satisfaisante parce que ceux-ci s'intéressent moins à la prise de décisions quotidiennes, mais beaucoup plus aux décisions stratégiques qui pourraient toucher directement leurs intérêts économiques. Les investisseurs privés voudront donc, en général, avoir un droit de veto sur les modifications des statuts, un changement dans la nature de l'entreprise, le plan d'affaires annuel de la société, une fusion ou un autre regroupement d'entreprises, l'émission de titres ou les opérations importantes avec lien de dépendance et les autres événements survenant hors du cours normal des affaires.

Statut d'observateur

Un investisseur privé pourrait, au lieu de siéger au conseil, avoir le statut d'observateur. Il s'agit d'un droit contractuel qui permet habituellement à un actionnaire de recevoir l'avis de convocation aux réunions du conseil et d'y assister, de donner son avis et de transmettre des connaissances spécialisées, sans toutefois voter. Dans ces circonstances, on pourrait permettre à l'observateur de participer aux délibérations sur certaines questions précises ou l'en exclure. Cependant, même si les observateurs n'ont pas les mêmes devoirs fiduciaires que ceux des administrateurs, ils risquent d'être parties à une poursuite judiciaire intentée contre les administrateurs de la société s'ils assistent régulièrement aux réunions du conseil. Conformément à la LCSA et à l'équivalent de cette loi dans les provinces, l'« administrateur » est défini par rapport aux fonctions qu'il exerce réellement « quel que soit le nom qui le désigne ». Les tribunaux canadiens – par exemple, la Cour du banc de la Reine de l'Alberta dans l'affaire *Agbi c. Durward* (1998), 36 C.P.C. (4th) 305 – ont parfois statué qu'une participation active importante à des réunions, surtout en ce qui a trait à la prise de mesures (comme l'adoption de résolutions) qui constituent l'essentiel du rôle d'un administrateur, peut faire en sorte qu'une personne qui n'est pas un administrateur (qui pourrait comprendre un observateur) devienne un administrateur de fait. Étant donné qu'un administrateur de fait assume en général les mêmes responsabilités que tout autre administrateur [*Northern Trust Co. v. Butchart et al.* [1917] W.W.R. 405 (Man. K.B.)], un observateur prudent souhaiterait sans doute obtenir une garantie d'indemnisation et une assurance responsabilité comme celles dont bénéficient en général les administrateurs, si elles peuvent être obtenues.

Réunions

La CUA devrait aussi notamment traiter de la fréquence des réunions du conseil et des exigences en matière de quorum. Il est utile de prévoir la possibilité d'un quorum réduit après un certain nombre d'ajournements en raison de l'absence d'un administrateur ou du représentant d'un actionnaire en particulier.

Restrictions sur la libre cession d'actions dans une CUA

Pour qu'une société soit considérée comme un « émetteur fermé » aux fins des lois sur les valeurs mobilières et pour d'autres raisons commerciales, la CUA comportera une restriction sur la libre cession des titres (sauf disposition contraire dans la convention concernant les cessionnaires autorisés). Pour fournir des liquidités aux investisseurs privés, les procédures décrites ci-dessous sont souvent utilisées, seules ou conjointement :

Droit de premier refus

Selon le droit de premier refus, après avoir reçu une offre exécutoire sans lien de dépendance faite de bonne foi et avant de vendre ses actions à un tiers aux termes de cette offre, l'actionnaire est tenu d'offrir ses actions aux autres actionnaires aux mêmes modalités et conditions que celles énoncées dans l'offre du tiers. Si ce droit n'est pas exercé, l'actionnaire offrant est généralement libre de vendre ses actions à ce tiers pendant une période déterminée, à des modalités et conditions qui ne doivent pas être plus favorables que celles offertes aux autres actionnaires. De façon générale, les droits de premier refus sont très restrictifs, car ils exigent une offre exécutoire d'un tiers et comportent souvent des clauses restrictives (p. ex., une contrepartie entièrement en espèces). On devrait donc les considérer comme ayant une incidence défavorable sur les liquidités.

La jurisprudence canadienne est très favorable aux droits de premier refus. Voir notamment *GATX c. Hawker-Siddeley Corp.* (1996), 27 B.L.R. (2d) 251 (Div. gén. Ont.), une décision de la Cour de l'Ontario dans laquelle cette dernière a refusé la demande d'un actionnaire qui voulait éviter l'exercice d'un droit de premier refus en ayant recours à une opération en plusieurs étapes manigancée. Il est possible de limiter les modalités et les conditions que l'offre du tiers peut contenir. Par exemple, le droit de premier refus peut spécifier que cette offre ne doit pas contenir de clause de non-concurrence, que les déclarations et les garanties doivent être stipulées sur une base individuelle, que des limites ou des plafonds précis ont été établis pour les indemnisations. Les parties pourraient aussi vouloir préciser dans la CUA que les avis de vente ne permettent pas d'accepter des propositions supérieures et qu'ils seraient frappés de nullité si c'était le cas (à défaut d'un libellé aussi explicite, une proposition supérieure dans un avis de vente peut avoir effet : *Katotakis c. William R. Waters Ltd.* (2005), 1 B.L.R. (4th) 168 (C.A.O.).

Droit de première offre

Un droit de première offre est semblable à un droit de premier refus, mais il n'exige pas une offre exécutoire d'un tiers et est, en général, beaucoup plus souple. Ordinairement, aux termes d'un droit de première offre, l'actionnaire qui souhaite se retirer doit d'abord offrir ses actions aux autres actionnaires à des modalités et conditions bien définies (souvent pour une contrepartie entièrement en espèces, avec très peu de conditions). Si les autres actionnaires ne souhaitent pas accepter l'offre, l'actionnaire offrant est alors libre de vendre ses actions à un tiers à des modalités et conditions qui ne doivent pas être plus favorables que celles offertes initialement et seulement au cours de la période prévue. De nouveau, la CUA pourrait, et devrait probablement, limiter les modalités et conditions d'une telle offre.

Droits de suite

Le droit de suite désigne le droit d'un actionnaire d'exiger que l'acquéreur éventuel des actions d'un autre actionnaire achète aussi ses actions aux mêmes modalités et conditions (l'actionnaire minoritaire peut « suivre » la majorité des actionnaires qui vendent leurs actions). L'actionnaire minoritaire peut exercer un droit de suite conjointement avec un droit de premier refus ou un droit de première offre pour éviter de se retrouver avec une participation minoritaire face à un nouvel actionnaire majoritaire.

Droits d'entraînement

Les droits d'entraînement sont l'inverse des droits de suite. Selon ce type de droits, la majorité spécifiée d'actionnaires ayant conclu un accord avec un tiers en vue de lui vendre leurs actions à des modalités et conditions précises pour exiger que les porteurs des actions qui restent se départissent également de leurs actions en faveur du tiers, entraînant ainsi la vente de toutes les actions. Cette méthode est très populaire pour empêcher une minorité dissidente de bloquer des opérations que la majorité souhaite effectuer. Dans certains États américains, les droits d'entraînement sont inapplicables s'ils ont pour objet de permettre la renonciation aux droits à la dissidence prévus par la loi. Lorsqu'une disposition est bien formulée, ce problème ne se pose pas aux termes des lois canadiennes correspondantes, car les dispositions de la CUA permettent aux actionnaires d'établir leurs relations comme ils le veulent, indépendamment des règles que les lois appliquent dans d'autres situations.

L'investisseur privé qui accepte d'inclure un droit d'entraînement dans une CUA devrait s'assurer que celle-ci précise que sa responsabilité, relativement aux manquements aux déclarations, garanties et indemnisations, est établie au pro rata et qu'elle n'est pas solidaire et se limite (de préférence) au montant du prix d'achat versé ou à un pourcentage de celui-ci. De plus, la CUA devrait stipuler que tout accord qui « entraîne » l'investisseur ne doit pas être formulé d'une manière à toucher son droit d'être propriétaire des actifs qu'il détient, de les utiliser ou de les exploiter ni l'empêcher de faire des investissements dans une entreprise ou limiter

sa capacité de le faire, ou encore contenir des clauses de non-concurrence, des dispositions de non-divulgence et d'autres clauses restrictives qui le lieraient d'une quelconque façon sans son consentement.

Considérations applicables à tout ce qui précède

Les CUA devraient prévoir des mécanismes détaillés relativement aux opérations, notamment les délais de tous les avis, les mesures devant être prises et les particularités de la clôture de la vente (comme la cession d'actions, la démission ou destitution d'administrateurs, les procurations si l'actionnaire vendeur n'est pas en mesure de réaliser la vente ou refuse de le faire). Dans une convention d'actionnaires, ce sont certainement les détails qui posent problème.

Il est également essentiel d'indiquer clairement si un actionnaire doit vendre « non moins de la totalité » de ses actions ou s'il peut en vendre une partie seulement. Les cessions devraient également être assujetties aux dispenses applicables des obligations de prospectus et d'inscription prévues dans les lois sur les valeurs mobilières, et être conformes aux autres exigences réglementaires. De plus, on devrait préciser que tout cessionnaire devient partie à la CUA en vigueur.

Conventions d'actionnaires : conseils pour l'investisseur privé

Lorsqu'ils négocient et concluent une convention d'actionnaires, les investisseurs privés devraient tenir compte des éléments suivants selon leurs avoirs en actions, leur situation et leurs besoins particuliers :

- **Questions concernant les administrateurs** : prévoir des réunions fréquentes du conseil; envisager le statut d'observateur; souscrire une assurance des administrateurs et des dirigeants; obtenir des indemnités non seulement de la société, mais aussi des principaux actionnaires; conclure des conventions d'indemnité distinctes (et tenir compte de leur interaction avec les garanties d'indemnité et l'assurance des administrateurs et des dirigeants du fonds de l'investisseur); et (dans le cas des investisseurs privés américains) satisfaire à l'obligation d'avoir un certain nombre d'administrateurs qui sont des « résidents canadiens » (dans le cas des sociétés constituées dans certains territoires canadiens).
- **Droits de première offre et droits de premier refus** : du point de vue des actionnaires, les droits de première offre accordent beaucoup plus de souplesse pour obtenir des liquidités, puisque l'offre d'un tiers n'est pas exigée avant l'exercice par un actionnaire de ses droits aux termes des dispositions relativement aux droits de première offre.
- **Droits d'entraînement** : les modalités et conditions des offres devraient être « classiques » et ne pas, ni pouvoir, contenir, par exemple, de clauses restrictives à l'égard des investisseurs privés; prévoir une responsabilité individuelle (et non solidaire) établie au pro rata pour ces investisseurs; stipuler leurs limites de responsabilité (p. ex., maximum de 25 % du prix d'achat, aucun dommage indirect, périodes de validité limitées des déclarations et garanties, période de blocage limitée).

- **Droits de suite** : examiner s'il est avisé de prévoir un droit de suite à l'égard des ventes effectuées par le fondateur.
- **Restrictions sur la propriété étrangère** : examiner les répercussions de l'exercice d'un droit de première offre, d'un droit de premier refus et des autres droits de sortie ou d'un investissement en général dans des sociétés sujettes aux restrictions sur la propriété étrangère (p. ex., celles qui sont assujetties à la *Loi sur les télécommunications*) étant donné que le marché potentiel est beaucoup plus restreint dans le cas d'une vente et qu'un investisseur privé sous contrôle américain pourrait être incapable d'acquérir des actions avec droit de vote ou qu'il pourrait être tenu d'avoir un « partenaire » canadien ou de recourir à d'autres moyens (comme un fiduciaire canadien). De même, la cession de propriété à un investisseur non résident peut compromettre le statut de la société en tant que « société privée sous contrôle canadien », qui est un statut fiscalement avantageux dont bénéficient certaines petites entreprises canadiennes et leurs actionnaires.
- **Droits d'inscription** : les droits d'exiger un PAPE ou l'inscription des actions sont appropriés et, à tout le moins, suffisamment coûteux pour procurer un avantage dans les négociations avec la direction.
- **Vente forcée** : envisager d'accorder aux actionnaires le droit, dans certaines circonstances, de forcer une société à procéder à sa propre vente aux enchères ou à vendre ses actifs au plus offrant. Conjuguée à une « vente aux enchères contrôlée », cette méthode peut s'avérer une stratégie de sortie intéressante.
- **Dispositions en matière de confidentialité** : permettent de divulguer des renseignements confidentiels à des investisseurs réels ou potentiels dans des fonds de capital-investissement, à des financiers et à des acquéreurs éventuels d'actions.
- **Clauses restrictives** : la prudence est de mise concernant les clauses de non-concurrence ou de non-sollicitation et les autres clauses restrictives, tant au cours de la période d'actionnariat que par la suite pour éviter l'imposition de restrictions sur les activités commerciales des sociétés de portefeuille du fonds de capital-investissement.
- **Financement et appels de capital** : ne jamais prévoir d'appels de capital illimités. Toutefois, un droit préférentiel de souscription à l'égard des nouvelles émissions d'actions permet de conserver le même niveau de participation.
- **Droits de gouvernance** : un droit de veto sur le plan d'affaires ainsi que sur les affaires particulières de l'entreprise permet de contrôler efficacement les activités commerciales et les affaires internes de la société.
- **Mécanismes de règlement des différends** : l'arbitrage pourrait être une solution de rechange aux tribunaux, surtout si un actionnaire peut intenter une action dans un territoire potentiellement défavorable ou si la confidentialité est un sujet de préoccupation.
- **Droits de cession** : les cessionnaires autorisés devraient comprendre les commanditaires de l'investisseur privé et les autres fonds gérés par les mêmes gestionnaires.

Stratégies de sortie

Compte tenu de l'horizon temporel limité des investisseurs privés, il est impératif qu'une CUA définisse clairement les moyens pratiques que ceux-ci peuvent utiliser pour « sortir » d'une société.

Vente à un tiers (vente privée ou vente aux enchères contrôlée)

La vente privée à un tiers est une option de sortie importante. Même si elle semble plus informelle que d'autres options, c'est un processus qu'il convient d'examiner. Dans une vente aux enchères contrôlée, le vendeur contrôle le processus tout en offrant un forum pour attirer de nombreuses offres.

Dans une vente privée, les vendeurs et les acquéreurs éventuels ont rarement la même opinion au sujet de la valeur de la société. Si on ne peut parvenir à un accord, l'écart peut souvent être comblé de manière juste et efficace par un paiement différé ou une clause d'indexation sur les bénéfices futurs qui est libellée adéquatement.

De plus, les moyens de protéger un vendeur aux termes d'un contrat d'achat et de vente ont toujours leur importance. Ils comprennent notamment ce qui suit :

- éviter la responsabilité solidaire dans les déclarations, garanties et indemnisations;
- réduire au minimum la portée et la nature des déclarations et des garanties;
- éviter les garanties subjectives, y compris la garantie de divulgation complète (du genre de la règle 10b5 promulguée par la Securities and Exchange Commission des États-Unis);
- utiliser les qualificatifs d'importance et de connaissance;
- interdire les mesures de rectification ou de résolution, si possible;
- minimiser les conditions de clôture et essayer de les rendre aussi objectives que possible et sous contrôle raisonnable (éviter d'offrir la destitution des administrateurs et dirigeants), éviter de lier les possibilités de sorties au financement ou au contrôle préalable et essayer de circonscrire la condition de clôture concernant les changements défavorables importants en prévoyant des exclusions à ces changements;
- offrir des solutions de rechange (p. ex., s'il est impossible d'obtenir le consentement à la cession d'un contrat, un autre arrangement, qui est sensiblement le même, pourrait être offert);
- prévoir une clause antidilatoire (*sandbagging*) qui interdit à l'acheteur de faire une réclamation après la clôture s'il était au courant de la violation d'une déclaration ou d'une garantie;
- éviter ou limiter les garanties de non-responsabilité (possiblement en les limitant au bilan ou aux PCGR);
- insister pour que les périodes de validité des déclarations et des garanties soient courtes;
- préciser les seuils minimums applicables aux réclamations en dommages-intérêts (possiblement tant sur une base individuelle que globale);

- toujours insister pour fixer un montant maximum ou un plafond aux responsabilités (en pourcentage du prix d'achat réellement obtenu);
- envisager de prévoir l'obligation expresse de réduire les dommages et la déduction des avantages fiscaux, du produit de l'assurance et d'autres montants similaires des dommages-intérêts accordés;
- prévoir le recours à une assurance déclarations et garanties.

Recours à une assurance déclarations et garanties

L'assurance déclarations et garanties (ADG) est devenue une composante traditionnelle des opérations. L'ADG permet aux investisseurs privés, à titre de vendeurs, de limiter leur responsabilité en matière d'indemnisation et permet le versement du produit de la vente (après entierement s'il y a lieu) aux porteurs de titres de l'investisseur sans risque de remboursement attribuable à des demandes d'indemnisation après la clôture. L'ADG peut également être utilisée comme outil tactique dans le cadre d'un processus de ventes aux enchères contrôlées.

Pour l'initiateur, le recours à l'ADG lui permet d'accepter des conditions plus favorables pour le vendeur afin de rendre son offre plus attrayante au vendeur tout en limitant son exposition au risque afin de favoriser le succès de son offre. Pour le vendeur, c'est un moyen d'assurer une sortie nette et rapide, puisque l'ADG le rassure quant à sa responsabilité pour le non-respect des déclarations et des garanties et offre un autre moyen de recours à l'acheteur. Bien que le coût de l'ADG puisse varier selon qu'il s'agit d'une police acheteur ou vendeur ainsi qu'en fonction du montant de la franchise, il représente environ de 2 % à 4 % de la limite de couverture; la franchise représente environ 1 % à 3 % de la valeur transactionnelle, avec une baisse du montant de la franchise habituellement 12 à 18 mois suivant la date de prise d'effet de la police. Cette franchise, qui représente la perte que l'acheteur doit d'abord absorber avant la soumission d'une demande de règlement aux termes de l'ADG, est habituellement partagée entre l'acheteur et le vendeur, ce dernier mettant le montant de la franchise dans un compte d'indemnisation bloqué, représentant potentiellement le risque maximal du vendeur en cas de non-respect des déclarations et des garanties. Il est également possible, lorsqu'un vendeur a un levier important (p. ex. dans certaines enchères), que le vendeur impose une opération de « style public » sans obligation d'indemnisation après la clôture et sans responsabilité relativement à toute franchise.

Restrictions sur les ventes à un tiers

Aux termes d'une convention d'actionnaires, le droit de tout actionnaire de vendre ses titres à un tiers est nécessairement assujéti aux droits des autres actionnaires, qui peuvent prendre la forme d'un droit de premier refus, d'un droit de première offre, d'un droit de suite ou d'un droit d'entraînement, comme nous l'avons vu précédemment. Un acheteur peut exiger qu'un actionnaire en place conserve un placement en titres dans la société ou, plus souvent, qu'il fournisse du financement en lui accordant un prêt (créance détenue par le vendeur).

Vente aux cadres

Le rachat d'entreprise par les cadres est un type de vente à un tiers. Dans certains cas, surtout lorsqu'un financement bancaire ne peut être obtenu, l'investisseur privé peut accepter de financer le rachat, en convertissant essentiellement ses titres de participation en titres de créance plus sûrs (financement du vendeur), ce qui peut également assurer des rentrées de fonds régulières à mesure que la dette est remboursée.

Vente à d'autres actionnaires

Vendre sa participation à d'autres actionnaires est une stratégie de sortie courante pour l'investisseur privé. Une vente peut avoir lieu, même si elle n'était pas prévue, lorsque les autres actionnaires exercent leurs droits de premier refus ou de première offre. La CUA peut contenir d'autres mécanismes qui visent à faciliter la cession d'actions entre actionnaires existants, souvent sous forme de stratégie de sortie. Parmi ces stratégies, l'on trouve les options de vente et d'achat et les clauses de rachat forcé.

Option de vente ou d'achat

Les options de vente (le droit de vendre) ou d'achat (le droit d'acheter) peuvent être exercées (i) en tout temps, (ii) après un certain temps, ou (iii) à la survenance d'un ou de plusieurs événements précisés. L'option de vente pourrait également prévoir qu'elle est déclenchée contre tous les autres actionnaires sur une base proportionnelle ou encore contre la société. Il est donc important de déterminer qui est le meilleur acheteur : la société ou les autres actionnaires. Le choix est souvent dicté par le montant des liquidités disponibles et les incidences fiscales. Tout achat par la société peut également être assujéti aux exigences de solvabilité des lois applicables énoncées dans les statuts de la société et aux clauses restrictives contenues dans les conventions de prêt ou autres contrats. Lorsque ces lois interdisent l'exercice d'un droit de vente, il est parfois nécessaire de vendre la société et de forcer les autres actionnaires à agir de même pour pouvoir sortir à temps.

Rachat forcé

Le rachat forcé est un mécanisme contractuel qui permet à un actionnaire de forcer la cession de ses actions aux actionnaires qui restent, en les avisant simplement et en indiquant le prix par action. Dans sa forme la plus simple, l'actionnaire qui reçoit l'avis doit acheter ou vendre au prix fixé. Les clauses de rachat forcé sont pratiques s'il y a deux actionnaires à peu près égaux ayant des capacités financières similaires et la même motivation (par exemple, aucun d'eux ne subit de contrainte). Parce que les clauses de rachat forcé sont généralement considérées comme radicales, elles comportent fréquemment des conditions qui en limitent l'emploi. Ainsi, il y a souvent une « période de lune de miel » (disons de trois ans) suivant le placement, au cours de laquelle il est interdit d'appliquer la clause de rachat forcé. La Cour d'appel de l'Ontario, dans *Western Larch Limited c. Di Poce Management Limited*

(2013), ONCA 722, a indiqué clairement que le caractère exécutoire de telles dispositions exige une conformité stricte (quoique non parfaite) aux dispositions dans la convention applicable. Pour déterminer si une partie a été « suffisamment » conforme, le tribunal examinera le libellé de la convention et l'attente raisonnable sur le plan commercial des parties en tenant compte des faits de l'affaire.

Les clauses de rachat forcé sont rarement énoncées dans les documents relatifs aux opérations par voie de capital-investissement au Canada, car les investisseurs privés ne voient pas l'intérêt qu'il y a à être tenus, à un moment qu'ils n'ont pas choisi, de se retirer de la société ou d'acquérir une plus grande participation dont ils n'ont souvent pas besoin ou qu'ils ne veulent pas. Dans le cas d'un placement dans une petite société comptant peu d'actionnaires ou une société en difficulté qui peut être redressée, les autres actionnaires n'ont probablement pas les moyens de se débarrasser de l'investisseur privé en invoquant cette clause. Toutefois, il convient de se rappeler qu'il existe des « fonds de rachat forcé » (*shotgun funds*) qui se spécialisent dans le financement de ces efforts. Quoi qu'il en soit, si une clause de rachat forcé est ajoutée à une CUA, cette convention devrait à tout le moins énoncer clairement que l'investisseur privé, s'il se retire de cette façon, ne sera pas tenu de respecter les obligations de non-concurrence et de confidentialité.

Vente à une société rivale (regroupement au sein du secteur)

Il peut arriver qu'un investisseur privé estime qu'il est avantageux de fusionner la société avec une rivale ou une autre entreprise, en prenant une petite participation dans l'entité regroupée et en obtenant souvent par la même occasion des liquidités. Un regroupement au sein de l'industrie peut avoir pour effet de modifier la nature du placement d'une manière bénéfique à l'investisseur. C'est-à-dire que même si l'entité dans laquelle est fait le placement privé initial est une petite entreprise en démarrage ou en difficulté financière, l'entité issue de la fusion sera souvent beaucoup plus importante et solide et sa stabilité pourrait être intéressante aux actionnaires de l'investisseur. Ce regroupement pourrait se faire suivant une opération d'échange d'actions sur une base égale, ce qui évite d'avoir à décaisser des fonds ou à recourir à un financement par emprunt pour financer l'acquisition et permet de différer l'impôt à payer.

Vente au public (PAPE)

Parmi les caractéristiques courantes des CUA mettant en jeu des investisseurs privés, on compte les « droits d'inscription » ou « droits de prospectus ». Ces droits permettent à l'actionnaire de forcer une société fermée à faire un premier appel public à l'épargne (un « PAPE ») ou d'obliger une société ouverte d'inscrire les actions des investisseurs privés à la cote d'une bourse après une certaine période de temps et dans des circonstances précisées.

Un PAPE visant des actions ordinaires est rarement une sortie complète pour un investisseur important. Même lorsqu'un bloc important d'actions existantes peut être vendu, les actions devront être réparties entre tous les vendeurs intéressés,

sauf si l'investisseur privé a négocié au préalable un statut privilégié à la sortie. Naturellement, les autorités de réglementation, les preneurs fermes et les investisseurs éventuels auront leur mot à dire quant au nombre d'actions existantes placées qui serviront à payer les actionnaires sortants et quant au nombre de nouvelles actions qui favoriseront la société. D'autres questions devront être réglées relativement au PAPE, notamment la personne qui signera l'attestation à titre de promoteur ou qui s'engagera à indemniser les preneurs fermes, la constitution du conseil (ainsi que les droits de veto particuliers), les dispositions concernant la modification des statuts et des règlements administratifs, les ententes de blocage et les autres restrictions à la revente, la répartition des frais et la mesure dans laquelle les dirigeants doivent participer à la tournée de présentation.

Sortie par la vente d'un actif

Une autre stratégie de sortie consiste à vendre des actifs (qui sont souvent les meilleurs ou « les joyaux de la couronne » de la société) afin d'améliorer le rendement des placements de l'investisseur privé, ce qui lui permet de sortir même si la valeur des actions de la société ne s'est pas appréciée. Bien que cela ne se fait pas couramment, la CUA peut accorder à un actionnaire important le droit de forcer la vente d'une entreprise donnée et des actifs s'y rapportant. Toutefois, cela pourrait être très difficile à réaliser sans la collaboration de la direction en place et des autres administrateurs.

Sortie au moyen d'un plan d'arrangement

Tout comme un investissement initial peut être effectué à l'aide d'un plan d'arrangement en vertu du droit des sociétés (voir la rubrique « Plan d'arrangement » ci-dessus), la sortie peut également être effectuée au moyen d'un plan d'arrangement. En vertu de la LCSA, par exemple, si une société solvable ne peut modifier fondamentalement la nature d'un « arrangement » aux termes d'une autre disposition de cette loi, elle peut s'adresser aux tribunaux pour obtenir une ordonnance approuvant l'arrangement qu'elle propose. Le plan d'arrangement est très souple et permet notamment aux tribunaux de se prononcer sur le sort des titulaires d'options dans le cadre du processus de vente.

Sortie au moyen d'un processus d'insolvabilité (fusion et acquisition de sociétés en difficulté)

Dans un environnement d'affaires marqué par la baisse des produits d'exploitation, le resserrement extrême des marchés de crédit et la faiblesse des évaluations peuvent obliger certains investisseurs privés à envisager un scénario régi par les lois sur la faillite et l'insolvabilité. Les placements en titres (actions ordinaires ou privilégiées) auront souvent peu de valeur, voire aucune, et les porteurs de titres de créance ne réaliseront qu'une fraction seulement de leurs avoirs, laquelle pourrait représenter des titres de l'entité restructurée.

Au Canada, il existe essentiellement quatre processus officiels qui permettent de restructurer ou vendre une société en difficulté financière :

- un **arrangement** en vertu de la *Loi sur les arrangements avec les créanciers des compagnies* (la « LACC »);
- une **proposition** en vertu de la *Loi sur la faillite et l'insolvabilité* (la « LFI »);
- une **mise sous séquestre** en vertu de la LFI;
- la **faillite et la liquidation** en vertu de la LFI.

Le processus prévu par la LACC est la procédure la plus facile, car il permet au débiteur de garder son entreprise et de l'exploiter sous la protection, la surveillance et le contrôle des tribunaux (habituellement par l'entremise d'un contrôleur) et celle-ci sera ultimement vendue comme entreprise en activité. En vertu d'une ordonnance de dévolution des tribunaux, l'acheteur acquiert des actifs libres de toute charge. Nous avons vu plus souvent ces dernières années des acquéreurs américains utiliser ce processus avec une soumission-paravent pour acquérir une entreprise canadienne en difficulté. Le processus de vente peut également être dirigé par les institutions ayant consenti un prêt de débiteur-exploitant et des prêteurs garantis de premier rang, et ce, avec la participation du contrôleur.

La proposition régie par la LFI est également un processus de débiteur-exploitant, similaire à celui de la LACC pour ce qui est de la restructuration, qui est cependant plus mécanique et moins souple que le processus de la LACC. En général, la vente d'actifs pendant que l'entreprise est en activité s'avérera plus difficile.

Dans le cas d'une mise sous séquestre en vertu de la LFI, un séquestre nommé par le tribunal prend possession des actifs, sous le contrôle et suivant les directives du tribunal. Cette procédure n'est généralement pas aussi flexible que celle de la LACC ou qu'une proposition en vertu de la LFI. La faillite ou liquidation simple est l'option la moins pratique.

Contrats de travail et rémunération des dirigeants

Les questions concernant l'emploi et la rémunération sont très importantes dans bien des cas de placements privés. Garder en poste la direction actuelle peut être indispensable lorsque la société de capital investissement ne connaît pas le secteur (ce qui arrive souvent) dans lequel l'entreprise exerce des activités. Il peut être tout aussi important de s'assurer que des arrangements contractuels sont conclus afin de limiter les responsabilités associées à la cessation d'emploi des employés, si l'on met fin à la relation de travail.

Droit du travail

Les investisseurs américains doivent savoir que le droit du travail au Canada est très différent de son équivalent américain, la principale différence étant la notion d'« emploi de gré à gré », qui n'existe pas au Canada. Selon cette notion, il peut être mis fin à un emploi (sans motif) si l'avis requis est donné (ou encore, si un paiement

tenant lieu d'avis est versé). Bien que les exigences minimales relativement au délai de préavis (et, dans certains cas, à l'indemnité de cessation d'emploi) soient établies par les lois provinciales sur les normes de travail, les droits d'un employé à la cessation d'emploi sans motif valable ne se limiteront pas à de telles exigences minimales prévues par la loi, sauf si l'employé a conclu un contrat de travail écrit qui prévoit que l'employé aura *seulement* le droit de faire valoir de telles exigences minimales à la cessation d'emploi. En aucun cas un tribunal ou un contrat d'emploi écrit ne peut imposer des exigences moindres que les exigences minimales prévues par la loi.

À défaut d'une clause contractuelle de cessation d'emploi exécutoire, les employés au Canada ont droit à un préavis raisonnable de cessation d'emploi fondé sur la common law ou le droit civil du Québec. Habituellement, les exigences de la common law et du droit civil sont supérieures aux exigences prévues par la loi décrites ci-dessus et sont déterminées de manière individuelle, compte tenu de différents facteurs individuels, notamment l'âge de l'employé, la durée de ses services et le poste qu'il occupait. Une indemnité peut tenir lieu de préavis raisonnable; cependant, toutes les formes de rémunération et d'avantages doivent être maintenues pendant la période de préavis de l'employé.

Il est fortement recommandé, pour des raisons de certitude et de clarté et pour éviter un litige coûteux, de conclure avec chaque membre de la haute direction un contrat de travail écrit exposant clairement les droits du membre à la cessation.

Les tribunaux du Canada ne voient pas non plus d'un œil favorable les clauses de non-concurrence après la cessation d'emploi. Pour être exécutoires, ces engagements doivent être rédigés de manière à nuire le moins possible à l'ex-employé lorsqu'il cherche à utiliser ses connaissances et ses compétences. De plus, la Cour suprême du Canada a confirmé que les clauses restrictives dans les contrats de travail doivent être rédigées de manière très claire; nos tribunaux ne réécriront pas une clause de non-concurrence ambiguë ni n'attribueront une interprétation atténuée à une disposition contractuelle rédigée de manière trop générale. Autrement dit, les tribunaux canadiens ne pratiquent pas la technique du « trait de crayon bleu » (*blue-pencilling*), qui est courante aux États-Unis.

Rémunération des dirigeants

La rémunération des dirigeants repose souvent sur des incitatifs à court et à long termes et comprend des régimes incitatifs à base d'actions et des régimes incitatifs autres qu'à base d'actions combinés à un salaire, à des avantages indirects et à des prestations de retraite. L'Annexe 51-102A6, publiée par les Autorités canadiennes en valeurs mobilières, énonce les exigences en matière de divulgation de la rémunération des dirigeants, qui sont similaires à celles adoptées par la Securities and Exchange Commission aux États-Unis depuis 2006.

En résumé, l'Annexe 51-102A6 exige que les sociétés révèlent les trois membres de la haute direction les mieux rémunérés par rapport à la rémunération globale, à

l'exception des exclusions prescrites, comme la valeur du régime de retraite. Plus particulièrement, on doit indiquer pour les membres de la haute direction visés leurs attributions à base d'actions, leurs attributions à base d'options, la valeur de rémunération de leur régime incitatif autre qu'à base d'actions et leur rémunération globale au cours des trois derniers exercices révolus. Dans le cadre d'un placement privé, les options sont très intéressantes et il convient de noter que l'Annexe 51102A6 stipule que les attributions à base d'actions et les attributions à base d'options doivent être indiquées selon la « juste valeur à la date d'attribution », en indiquant tout écart entre les montants ainsi présentés et la « juste valeur comptable » (au sens de l'article 3870 du *Manuel de l'ICCA*) et en l'expliquant dans une note de bas de page.

Pour de plus amples renseignements sur les règles de rémunération des dirigeants au Canada, veuillez consulter la publication de Stikeman Elliott sur la rémunération des dirigeants au Canada.

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
