

6.2

Réglementation et instructions générales

6.2 RÉGLEMENTATION ET INSTRUCTIONS GÉNÉRALES

6.2.1 Consultation

Document de consultation : Un regard différent sur l'intervention des autorités en valeurs mobilières dans les mesures de défense

L'Autorité des marchés financiers publie, en version française et anglaise, le texte suivant :

- Document de consultation : *Un regard différent sur l'intervention des autorités en valeurs mobilières dans les mesures de défense.*

Consultation

Toute personne intéressée ayant des commentaires à formuler à ce sujet est priée de les faire parvenir par écrit au plus tard le **12 juin 2013**, en s'adressant à :

M^e Anne-Marie Beaudoin
Secrétaire générale
Autorité des marchés financiers
800, square Victoria, 22^e étage
C.P. 246, tour de la Bourse
Montréal (Québec) H4Z 1G3
Télécopieur : (514) 864-6381
Courrier électronique : consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

Renseignements additionnels

Des renseignements additionnels peuvent être obtenus en s'adressant à :

Sandrine Tremblay
Analyste-expert en financement des sociétés
Autorité des marchés financiers
514-395-0337, poste 4425
Numéro sans frais : 1 877 525-0337
sandrine.tremblay@lautorite.qc.ca

Rosetta Gagliardi
Conseillère en réglementation
Autorité des marchés financiers
514-395-0337, poste 4462
Numéro sans frais : 1 877 525-0337
rosetta.gagliardi@lautorite.qc.ca

Le 14 mars 2013

Autorité des marchés financiers

Document de consultation

**Un regard différent sur l'intervention des autorités en valeurs mobilières
dans les mesures de défense**

Le 14 mars 2013

Autorité des marchés financiers

Document de consultation

Un regard différent sur l'intervention des autorités en valeurs mobilières dans les mesures de défense

1.	Introduction	1
1.1	Le projet des ACVM.....	1
1.2	La proposition de l'Autorité.....	2
2.	Contexte	3
2.1	Le régime canadien des OPA.....	3
2.2	L'Avis 62-202 et son interprétation.....	4
2.3	Détails de l'affaire Fibrek.....	8
3.	Analyse.....	9
3.1	Rôle des administrateurs	10
3.2	Déférence à l'égard des décisions du conseil d'administration des sociétés visées	11
3.3	Normes de gouvernance et intervention des porteurs de titres	12
3.3.1	<i>Évolution de la gouvernance et des recours</i>	12
3.3.2	<i>Activisme actionnarial</i>	14
3.4	Pouvoir d'influence notable des fonds spéculatifs et des autres arbitragistes sur la vente des sociétés visées	15
4.	Solution envisagée dans le cadre de la proposition de l'Autorité.....	16
4.1	Modification de l'Avis 62-202.....	16
4.2	Modification du régime des OPA	18
	Consultation.....	19
	Transmission des commentaires.....	20
	Questions.....	20

1. Introduction

L'Autorité des marchés financiers (l'« **Autorité** » ou « **nous** ») publie pour consultation, de concert avec les autres membres des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « **ACVM** »), le projet de *Règlement 62-105 sur les régimes de droits des porteurs* (le « **projet des ACVM** »). Nous publions également le présent document de consultation sur une approche différente de celle proposée dans le projet des ACVM (la « **proposition de l'Autorité** »).

Le projet des ACVM ne porte que sur les régimes de droits, et l'avis de consultation qui l'accompagne indique que les membres des ACVM participants examineront ultérieurement l'opportunité d'apporter à l'*Avis 62-202 relatif aux mesures de défense contre une offre publique d'achat* (l'« **Avis 62-202** »)¹ des modifications touchant d'autres mesures de défense. Nous sommes d'avis que certaines décisions rendues récemment, entre autres facteurs, créent un contexte propice à une révision de notre encadrement réglementaire de l'ensemble des mesures de défense, et non seulement les régimes de droits.

La proposition de l'Autorité vise principalement à rétablir l'équilibre réglementaire entre les initiateurs d'offres publiques d'achat (OPA) et le conseil d'administration des sociétés visées et à actualiser l'encadrement réglementaire des OPA pour tenir compte du contexte juridique et économique ainsi que des pratiques du marché qui les entourent actuellement. Nous proposons donc de réexaminer l'approche actuellement adoptée à l'égard des mesures de défense dans l'*Avis 62-202* et d'apporter deux changements importants à notre régime des OPA.

Le présent document de consultation vise à permettre un échange de points de vue sur la problématique soulevée par la réglementation des mesures de défense au Canada, y compris le rôle des conseils d'administration réagissant aux OPA non sollicitées, et à recueillir des commentaires sur la proposition de l'Autorité. Nous n'en demeurons pas moins attachés au maintien d'une approche cohérente et harmonieuse au sein des ACVM en ce qui concerne les OPA et la réglementation des mesures de défense.

1.1 Le projet des ACVM

Selon le projet des ACVM, les autorités en valeurs mobilières du Canada (les « **autorités**² ») n'examineraient plus les régimes de droits au cas par cas pour déterminer s'il convient de les frapper d'une interdiction d'opérations. En vertu du projet des ACVM, tout régime de droits pourrait demeurer en vigueur s'il est approuvé par la majorité des porteurs de titres dans un délai déterminé.

Il se peut que le projet des ACVM entraîne une réduction du nombre de cas dans lesquels les autorités doivent intervenir, car celles-ci ne prononceront plus d'interdiction d'opérations à

¹ Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, 2003-07-18, Vol. XXXIV n° 28. Ailleurs au Canada, l'Instruction générale 62-202, *Les mesures de défense contre une offre publique d'achat*.

² Dans le présent document de consultation, le terme « autorités » peut inclure, au Québec, le Bureau de décision et de révision, tribunal administratif impartial et indépendant qui se spécialise dans les questions touchant le secteur financier pour l'Autorité, les participants au secteur et le public.

l'égard des régimes de droits approuvés par les porteurs, ce qui réduira l'incertitude sur le marché.

Cependant, comme le projet des ACVM porte uniquement sur les régimes de droits, il n'offre pas de réponse complète à certaines questions fondamentales touchant le régime des OPA, questions qu'il est grand temps, selon nous, d'aborder dans leur ensemble. Parmi celles-ci, mentionnons le déséquilibre structurel entre les initiateurs d'OPA non sollicitées, d'une part, et le conseil d'administration des sociétés visées, d'autre part, le manque de déférence à l'égard des décisions et des mesures prises par les conseils d'administration, l'incapacité des administrateurs d'envisager d'autres mesures que la vente de la société visée, ainsi que la propension des porteurs à déposer leurs titres en toutes circonstances.

Nous sommes d'avis qu'en abordant les mesures de défense dans une perspective plus globale, il est possible de trouver des réponses à certaines de ces questions fondamentales.

1.2 La proposition de l'Autorité

Depuis la publication de l'Avis 62-202 en 1986³, le contexte juridique et économique et les pratiques du marché entourant les OPA non sollicitées ont connu d'importants changements.

L'arrêt rendu par la Cour suprême du Canada dans l'affaire *BCE Inc. c. Détenteurs de débetures de 1976*⁴ (« BCE »), l'adoption de normes de gouvernance plus rigoureuses, la montée de l'activisme actionnarial et l'influence croissante des fonds spéculatifs et des autres arbitragistes sur l'issue des OPA sont autant de facteurs qui invitent à la révision d'une politique demeurée pratiquement inchangée depuis sa publication.

Nous proposons de remplacer l'Avis 62-202 par une nouvelle instruction générale sur les mesures de défense qui reconnaîtrait explicitement l'obligation fiduciaire dont les administrateurs doivent s'acquitter envers leur société lorsqu'ils réagissent à une OPA non sollicitée et redéfinirait l'intervention des autorités au motif de l'intérêt public.

Nous estimons qu'il faut manifester envers les administrateurs des sociétés visées la déférence appropriée dans l'exécution de leur obligation fiduciaire. Nous partons du principe que les risques éventuels de conflits d'intérêts et d'enracinement des administrateurs sont circonscrits et gérés de façon adéquate, et que ces derniers font preuve de la compétence et des aptitudes nécessaires lorsqu'ils s'acquittent de leur obligation de diligence, notamment en tenant des délibérations rigoureuses et informées.

Nous proposons également de modifier notre régime des OPA pour exiger, comme condition irrévocable de toute offre visant l'ensemble des titres d'une catégorie et de toute offre partielle, que plus de 50 % des titres en circulation de la catégorie visée détenus par d'autres personnes que l'initiateur et ses alliés soient déposés et que le dépôt de ces titres ne soit pas révoqué à la date d'expiration de l'offre. Nous proposons aussi d'exiger que l'offre soit prolongée de 10 jours à la suite de l'annonce du dépôt de ce pourcentage de titres.

³ L'Avis 62-202 a remplacé l'*Instruction générale C-38, Mesures de défense contre une offre publique*.

⁴ [2008] 3 R.C.S. 560.

Selon nous, la mise en œuvre de la proposition de l'Autorité aurait les effets suivants :

- elle permettrait aux administrateurs de disposer d'une plus grande latitude dans l'exécution de leur obligation fiduciaire et examiner toutes les options en vue de maximiser la valeur pour les porteurs sans que les autorités interviennent;
- elle créerait un cadre révisé de réglementation de l'ensemble des mesures de défense, et non seulement les régimes de droits;
- elle atténuerait l'effet coercitif⁵ de notre régime des OPA pour toutes les offres et non seulement pour celles qui sont visées par des régimes de droits;
- elle apporterait une solution réglementaire directe à certaines des lacunes de notre régime des OPA;
- elle pourrait limiter le pouvoir d'influence des arbitragistes sur la vente des sociétés visées;
- elle pourrait encourager les initiateurs à négocier avec les conseils d'administration, ce qui pourrait maximiser la valeur pour les porteurs.

Outre la publication d'une nouvelle instruction générale en remplacement de l'Avis 62-202, la mise en œuvre de la proposition de l'Autorité entraînerait des modifications à la *Loi sur les valeurs mobilières* du Québec⁶ (la « **LVMQ** ») et au *Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat*⁷.

2. Contexte

Sous la présente rubrique, nous examinons dans un premier temps le régime actuel des OPA au Canada, en insistant sur ses principaux objectifs. Dans un deuxième temps, nous traiterons brièvement de l'interprétation que l'Avis 62-202 a reçue au fil du temps. Enfin, nous aborderons sommairement les caractéristiques de l'OPA lancée contre Fibrek inc. (« **Fibrek** ») par Produits Forestiers Résolu (« **Résolu** ») en décembre 2011.

2.1 Le régime canadien des OPA

Le régime canadien des OPA en vigueur tire son origine du *Report of the Attorney General's Committee on Securities Legislation in Ontario*⁸ (le « **rapport Kimber** »), qui énonçait comme suit les objectifs des dispositions relatives aux OPA :

⁵ Dans un article intitulé « The Pressure to Tender: An Analysis and A Proposed Remedy », L. A. Bebchuk décrit l'effet coercitif du régime des OPA comme suit :

[Traduction] « La décision des actionnaires de déposer ou non leurs actions en réponse à une offre publique d'achat est soumise à d'importantes distorsions. Un actionnaire peut décider de déposer ses actions même s'il juge que le prix offert est inférieur à leur valeur simplement parce qu'il craint que, s'il ne les dépose pas, l'initiateur pourra quand même prendre le contrôle de la société visée, auquel cas il se retrouverait avec des actions de faible valeur de la société acquise. Ainsi, l'initiateur peut réussir à prendre le contrôle d'une société même si la ligne de conduite des actionnaires de la société visée pour maximiser la valeur devrait être de rejeter l'offre. » Voir L. A. Bebchuk, « The Pressure to Tender: An Analysis and A Proposed Remedy », 12 Del. J. Corp. 911, 1987, p. 911.

⁶ L.R.Q., c. V-1.1.

⁷ V-1.1, r. 35.

⁸ Province de l'Ontario, *Report of the Attorney General's Committee on Securities Legislation in Ontario*, mars 1965.

[Traduction] « Le comité a conclu que toute recommandation d'établir des règles sur les offres publiques d'achat devrait avoir pour objectif premier de protéger les intérêts légitimes des actionnaires de la société visée. Pour pouvoir prendre une décision éclairée quant à l'acceptation ou au rejet d'une offre d'achat visant leurs actions, les actionnaires devraient, en droit, avoir à leur disposition suffisamment d'information pertinente et à jour. En formulant ses conclusions, le comité a cependant tenté de veiller à ce que ses recommandations ne gênent pas indûment les initiateurs potentiels ni ne les placent dans une situation commerciale désavantageuse vis-à-vis des conseils d'administration enracinés, voire hostiles, des sociétés visées⁹. »

Le rapport Kimber proposait de nombreuses dispositions pour réglementer les OPA, notamment en ce qui concerne la durée de validité des offres, la révocation du dépôt de titres par les porteurs de la société visée, la prise de livraison et le règlement du prix des titres déposés et l'égalité de traitement des porteurs. Les recommandations avaient essentiellement pour objectif de permettre aux porteurs de la société visée de disposer de suffisamment d'information et de temps pour prendre une décision éclairée.

Les recommandations formulées dans le rapport Kimber ont été transposées d'abord dans la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario, puis, avec très peu de modifications, dans la législation en valeurs mobilières de la Colombie-Britannique, de l'Alberta, de la Saskatchewan et du Manitoba ainsi que dans la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* et, enfin, dans la LVMQ.

D'autres rapports ont été publiés au fil des ans, mais ils ne concluaient pas qu'il faille revoir les principes sous-tendant le rapport Kimber et la législation sur les OPA qui en découlait. Depuis la mise en application des recommandations contenues dans ce rapport en 1966, les dispositions de la législation en valeurs mobilières qui portent sur les OPA régissent essentiellement les initiateurs et laissent aux conseils des sociétés visées la tâche de recommander l'acceptation ou le rejet des offres. Les modifications réglementaires apportées depuis n'ont pas entraîné de changements importants à ces principes.

2.2 L'Avis 62-202 et son interprétation

L'Avis 62-202 a été publié avant même que le premier régime de droits n'ait été adopté au Canada, et est demeuré essentiellement inchangé depuis. Il a servi à guider les autorités dans l'exercice de leur compétence en matière d'intérêt public, et celles-ci l'ont appliqué principalement pour prononcer des interdictions d'opérations à l'égard des régimes de droits.

Comme l'indique l'Avis 62-202, les deux objectifs du régime canadien des OPA sont les suivants :

« L'objectif premier de la réglementation des offres publiques d'achat dans la législation canadienne en valeurs mobilières est la protection des intérêts des actionnaires de la société visée. Un objectif secondaire est de fournir un cadre réglementaire dans lequel les offres publiques peuvent se dérouler ouvertement et

⁹ *Ibid.*, par. 3.10.

équitablement. Les règles ne doivent favoriser ni l'initiateur ni la direction de la société visée, mais doivent laisser la décision aux actionnaires de la société visée et les mettre en mesure de prendre une décision éclairée. Les autorités canadiennes en valeurs mobilières s'inquiètent du fait que certaines mesures de défense peuvent avoir pour effet d'empêcher les actionnaires de prendre une telle décision et de porter atteinte au caractère ouvert de la procédure de l'offre publique¹⁰. »

L'Avis 62-202 indique en outre ce qui suit :

« Dans l'appréciation d'une offre publique, il est possible que les intérêts de la direction de la société visée soient différents de ceux des actionnaires [...] Les autorités canadiennes en valeurs mobilières considèrent que les enchères faites sans entrave donnent les meilleurs résultats dans les offres publiques d'achat et elles sont peu disposées à intervenir dans le déroulement d'offres contestées. Cependant, elles entendent prendre les mesures voulues lorsqu'elles ont connaissance de mesures de défense qui risquent d'empêcher les actionnaires de répondre à une offre, notamment concurrente¹¹. »

En 1987, Stanley M. Beck, président de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (la « CVMO »), a expliqué en six maximes la philosophie réglementaire sur laquelle repose l'Avis 62-202¹² :

- [Traduction] « Les offres publiques d'achat jouent un rôle important dans l'économie, pour des raisons aussi bien économiques que juridiques¹³. »;
- [Traduction] « La direction de la société visée se trouve en conflit d'intérêts lorsqu'elle doit répondre à une OPA hostile¹⁴. »;
- [Traduction] « L'objectif premier de la législation sur les OPA est la protection des intérêts légitimes des actionnaires de la société visée. Un objectif secondaire est d'assurer la neutralité réglementaire entre l'initiateur et la direction de la société visée¹⁵. »;
- [Traduction] « Les actionnaires de la société visée ont le droit de prendre leur propre décision à l'égard d'une OPA. La direction de la société visée n'a aucune raison valable de les priver (unilatéralement) de ce droit; de fait, ses motivations n'entrent pas en ligne de compte¹⁶. »;
- [Traduction] « L'approche que devraient privilégier les autorités de réglementation à l'égard des OPA est d'encourager les enchères sans entrave¹⁷. »;
- [Traduction] « Il ne convient pas d'établir un ensemble de règles précises pour régir la conduite des administrateurs de la société visée, outre les devoirs fiduciaires qui leur sont

¹⁰ Ci-dessus, note 1, paragraphe 2 de l'article 1.1.

¹¹ Ci-dessus, note 1, paragraphes 1 et 5 de l'article 1.1.

¹² S. M. Beck et R. Wildeboer, « National Policy 38 as a Regulator of Defensive Tactics », dans *Meredith Memorial Lectures*, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 1987.

¹³ *Ibid.*, p. 122.

¹⁴ *Ibid.*, p. 123.

¹⁵ *Ibid.*

¹⁶ *Ibid.*, p. 125.

¹⁷ *Ibid.*, p. 130.

imposés par le droit des sociétés. Toutefois, même en l'absence de règles précises, on peut présumer de ce qui est convenable et de ce qui ne l'est pas¹⁸. ».

Les autorités ont interprété cette philosophie réglementaire en considérant a priori que, si un régime de droits a pour effet de priver les porteurs de leur droit de répondre à une OPA ou l'entrave de façon générale, il doit faire l'objet d'une interdiction d'opérations. Il ne s'agit pas de savoir *si* le régime de droits doit être abandonné, mais *quand* il doit l'être.

Dans l'affaire *Canadian Jorex Ltd.*¹⁹ (« **Jorex** »), le conseil d'administration de Jorex a adopté un régime de droits tactique en réponse à une OPA non sollicitée lancée par Mannville Oil & Gas Ltd. (« **Mannville** ») sans obtenir au préalable l'approbation des actionnaires. Peu après, une offre concurrente a été présentée par Canadian Trans Arctic & Southern International Corp., et le conseil de Jorex a appuyé cette offre. La CVMO a conclu qu'il était improbable que l'adoption du régime de droits entraîne une bonification de l'offre de Mannville ou incite d'autres initiateurs à participer aux enchères. Par conséquent, elle a prononcé une interdiction d'opérations à l'encontre du régime de droits afin de permettre aux actionnaires de décider quelle offre accepter.

Dans sa décision, la CVMO n'a pas tenu compte de nombreux enjeux secondaires, comme la question de savoir si le conseil d'administration avait agi au mieux des intérêts de Jorex ou s'il aurait dû prendre d'autres mesures pour obtenir l'approbation du régime par les actionnaires. La seule question à trancher pour la CVMO était de savoir :

[Traduction] « [...] si le régime de droits avait eu l'effet escompté, c'est-à-dire s'il avait favorisé les enchères sur Jorex, et s'il devait, à l'égard de l'offre de Mannville, cesser d'opérer pour permettre aux actionnaires de décider de l'offre qu'ils préféreraient accepter (à supposer qu'ils veuillent en accepter une des deux)²⁰. »

La CVMO a conclu que le régime de droits avait eu l'effet escompté en suscitant une offre supérieure et qu'il n'avait désormais plus d'utilité. Comme elle l'a indiqué dans sa décision, [Traduction] « il vient un moment où la pilule doit cesser de produire ses effets²¹ ».

Bien que la jurisprudence canadienne sur les régimes de droits aille majoritairement dans le même sens que la décision rendue dans Jorex, les décisions rendues par l'Alberta Securities Commission (l'« **ASC** ») et la CVMO ces dernières années traduisent une position plus nuancée. Dans les affaires *Pulse Data Inc.*²² (« **Pulse Data** ») et *Neo Material Technologies Inc.*²³ (« **Neo** »), l'ASC et la CVMO, respectivement, ont conclu qu'un régime de droits pouvait demeurer valide face à une OPA non sollicitée s'il était démontré que les actionnaires avaient approuvé le régime en toute connaissance de cause.

¹⁸ *Ibid.*, p. 134.

¹⁹ (1992) 15 OSBC 257.

²⁰ *Ibid.*, par. 4.

²¹ *Ibid.*

²² (2007) ABASC 895.

²³ (2009), 32 OSCB 6941.

Dans l'affaire Neo, la CVMO a par ailleurs indiqué que :

[Traduction] « [...] le régime de droits a sa raison d'être tant qu'il continue de permettre à la direction et au conseil d'administration de la société visée de remplir leur obligation fiduciaire²⁴ ».

Dans l'affaire Pulse Data, l'ASC a exprimé sa réticence :

[Traduction] « [...] à s'ingérer dans une décision du conseil d'administration de Pulse, qui a l'obligation fiduciaire d'agir au mieux des intérêts des actionnaires de Pulse, d'autant plus que les actionnaires viennent tout juste d'approuver la décision en toute connaissance de cause²⁵ ».

Cependant, la position adoptée par les commissaires saisis des affaires Neo et Pulse Data n'a pas été suivie dans les décisions subséquentes. Dans l'affaire *Baffinland Iron Mines Corporation*²⁶ (« **Baffinland** »), la CVMO a prononcé une interdiction d'opérations à l'égard du régime de droits adopté par le conseil d'administration de Baffinland, bien qu'il ait reçu l'approbation des actionnaires en réaction à l'offre non sollicitée de Nunavut Iron Ore Acquisition Inc. La CVMO a pris en considération l'approbation des actionnaires, mais a jugé que cet élément n'était pas suffisant pour maintenir le régime de droits.

Dans l'affaire *Lions Gate Entertainment Corp.*²⁷ (« **Lions Gate** »), la British Columbia Securities Commission (la « **BCSC** ») a suivi le même raisonnement et a prononcé une interdiction d'opérations à l'égard du régime de droits adopté en réponse à l'offre non sollicitée d'Icahn Partners une semaine avant l'assemblée des actionnaires convoquée pour examiner le régime.

Les motifs de la majorité, dans la décision de la BCSC, soulignent que le fait que les actionnaires approuvent un régime de droits en toute connaissance de cause ne saurait priver un actionnaire en particulier de son droit de déposer ses actions en réponse à une OPA non sollicitée. En l'absence de toute tentative de la société visée d'accroître la valeur pour les actionnaires en obtenant la bonification de l'offre, la présentation d'une offre concurrente ou la réalisation d'une autre opération, le maintien du régime de droits ne sert qu'à empêcher les actionnaires d'accepter ou de rejeter l'offre. La BCSC a indiqué que l'Avis 62-202 sous-entendait que les régimes de droits ne constituent qu'une mesure temporaire.

En revanche, la commissaire minoritaire dans *Lions Gate*²⁸ a adopté une position plus nuancée et factuelle, en concluant que, si un régime de droits a été approuvé par les actionnaires, la décision du conseil d'administration de ne pas envisager d'autres opérations ne devait pas automatiquement conduire à une interdiction d'opérations à l'égard du régime de droits. Elle a déclaré que les autorités devraient envisager la question de l'intérêt public dans une perspective globale et tenir compte des intérêts à long terme de l'ensemble des actionnaires.

²⁴ *Ibid.*, par. 144.

²⁵ Ci-dessus, note 22, par. 101.

²⁶ (2010), 33 OSCB 10957.

²⁷ 2010 BCSECCOM 233 et 2010 BCSECCOM 432.

²⁸ 2010 BCSECCOM 494.

Les décisions rendues dans les affaires Neo et Pulse Data ainsi que les motifs de la commissaire minoritaire dans l'affaire Lions Gate devraient ouvrir la voie aux autorités pour réévaluer l'incidence de la plupart des décisions rendues selon les indications contenues dans l'Avis 62-202, qui ont essentiellement eu pour effet d'empêcher les administrateurs et les dirigeants d'envisager d'autres mesures que la vente de la société visée.

2.3 Détails de l'affaire Fibrek

En décembre 2011, Résolu a lancé une OPA non sollicitée en vue d'acquérir la totalité des actions ordinaires de Fibrek (l'« **offre de Résolu** »). Résolu a conclu des conventions de blocage irrévocables avec trois actionnaires importants de Fibrek qui détenaient, avec un autre actionnaire qui appuyait publiquement l'offre de Résolu, environ 50,7 % des actions ordinaires de Fibrek. L'un de ces actionnaires, Fairfax Financial Holdings Limited (« **Fairfax** »), était également un initié à l'égard de Résolu, dont il détenait environ 18 % des actions ordinaires.

Le conseil d'administration de Fibrek a recommandé aux actionnaires de rejeter l'offre de Résolu et adopté un régime de droits. Résolu a demandé au Bureau de décision et de révision (le « **Bureau** ») de prononcer une ordonnance d'interdiction d'opérations à l'égard du régime de droits, ce qu'il a fait le 9 février 2012.

Le 10 février 2012, le conseil de Fibrek a annoncé qu'il avait négocié avec Mercer International Inc. (« **Mercer** ») les modalités d'une offre supérieure (l'« **offre de Mercer** »), qui prévoyait le placement privé auprès de Mercer de bons de souscription lui permettant d'acquérir 32 320 000 actions ordinaires de Fibrek (le « **placement privé** »). Le placement privé était nécessaire à la réussite de l'offre de Mercer, car, en raison du nombre d'actions verrouillées en réponse à l'offre de Résolu aux termes des conventions de blocage irrévocables, il était improbable que l'offre de Mercer connaisse une issue favorable, même à un prix supérieur. L'offre de Mercer bonifiée par la suite représentait une prime de 40 % par rapport à l'offre de Résolu.

Résolu a ensuite demandé au Bureau d'interdire les opérations dans le cadre du placement privé. Le Bureau a accédé à sa demande le 23 février 2012. Il a interprété les indications de l'Avis 62-202 et statué que, même si le conseil a le devoir de maximiser la valeur pour les actionnaires, il revient aux actionnaires de décider d'accepter ou de rejeter l'offre. Le Bureau a conclu qu'au moment du placement des bons de souscription auprès de Mercer, les porteurs de la majorité des actions de Fibrek s'étaient engagés à déposer leurs actions en réponse à l'offre de Résolu. Il a déclaré que le placement privé était abusif. Dans sa décision, il a longuement considéré les intérêts des actionnaires qui avaient conclu des conventions de blocage irrévocables. À cet égard, certains observateurs ont fait remarquer qu'il n'a pas pris en considération le fait que Fairfax se trouvait en conflit d'intérêts, étant actionnaire à la fois de la société visée et de l'initiateur.

Bien que les administrateurs semblent avoir pleinement rempli leur obligation fiduciaire envers la société sans apparence de conflit et dans l'intérêt de tous les actionnaires, l'interdiction d'opérations frappant le placement privé a mis un terme aux enchères et empêché les

actionnaires minoritaires de Fibrek de décider de l'offre à accepter et de profiter de l'offre supérieure de Mercer.

Les commentaires formulés sur cette décision soulignent la nécessité de réévaluer sans plus attendre notre cadre réglementaire pour tenir compte de toutes les mesures de défense.

3. Analyse

Sous la présente rubrique, nous exposons les raisons pour lesquelles, selon nous, il y a lieu de réviser le régime des OPA et les indications contenues dans l'Avis 62-202 afin de les adapter aux réalités actuelles du marché.

Nos principales préoccupations à l'égard du régime actuel des OPA et de l'interprétation de l'Avis 62-202 sont de trois ordres.

En premier lieu, nous estimons que le régime des OPA est devenu trop favorable aux initiateurs, ce qui contrevient à son objectif de préserver la neutralité entre les initiateurs, d'une part, et le conseil d'administration et la direction des sociétés visées, d'autre part.

En second lieu, les indications contenues dans l'Avis 62-202 limitent la capacité du conseil d'administration et de la direction des sociétés visées par une OPA non sollicitée d'envisager d'autres mesures que la vente de la société, même si ces mesures pourraient maximiser la valeur pour les porteurs de titres à long terme.

En dernier lieu, nous sommes d'avis que le régime des OPA est structurellement coercitif parce que les porteurs sont obligés d'agir individuellement. Ils se sentent parfois contraints de déposer leurs titres en réponse à une offre qu'ils n'approuvent pas ou de les vendre sur le marché pour ne pas être laissés pour compte, notamment si l'initiateur renonce à la condition de dépôt minimal pour pouvoir prendre livraison des titres déposés et les régler.

Nous estimons que ces préoccupations commandent que les autorités examinent les orientations réglementaires pour déterminer l'approche adéquate à adopter en matière de réglementation des mesures de défense. Selon nous, l'approche actuelle ne cadre plus avec le contexte juridique et économique ni avec les pratiques du marché entourant les OPA non sollicitées.

La protection des intérêts des porteurs des sociétés visées est un principe de base du régime des OPA et constitue le fondement de l'Avis 62-202, lequel vise à répondre au problème crucial qui se pose lorsque les intérêts du conseil d'administration et de la direction de la société visée ne correspondent pas à ceux des porteurs de titres et que le conseil et la direction prennent des mesures de défense qui privent les porteurs de leur droit de répondre à une offre.

En 1987, M. Stanley Beck a indiqué ce qui suit :

[Traduction] « dans le contexte d'une OPA, le conflit d'intérêts dans lequel se trouve la direction est [...] indéniable. Il va sans dire que des emplois et des carrières sont souvent en jeu²⁹. »

Bien que cette situation soulève encore aujourd'hui des préoccupations légitimes pour les autorités, nous pensons que l'interprétation actuelle de l'Avis 62-202 n'a pas pour seul effet d'assurer des enchères ouvertes et équitables, puisqu'elle entraîne presque inmanquablement la vente des sociétés.

Afin de rétablir la neutralité entre les initiateurs et le conseil d'administration des sociétés visées, nous préconisons une solution qui atténuerait le caractère coercitif du régime des OPA et manifesterait envers les administrateurs la déférence appropriée dans l'exécution de leur obligation fiduciaire.

Une telle déférence supposerait de prendre des mesures de gestion des conflits d'intérêts et de faire preuve de la compétence et des aptitudes nécessaires dans l'exécution de l'obligation de diligence, notamment par la tenue de délibérations rigoureuses et informées.

3.1 Rôle des administrateurs

Nous avons examiné le rôle incombant aux administrateurs de sociétés en vertu de la *Loi canadienne sur les sociétés par actions*³⁰ (la « **LCSA** ») et de la *Loi sur les sociétés par actions* du Québec³¹ (la « **LSAQ** ») lors de l'étude de modifications de structure comme la modification du capital-actions³², la fusion³³, la prorogation³⁴, la vente de la totalité ou de la quasi-totalité des biens de la société³⁵ et la conclusion d'un arrangement³⁶.

Les porteurs élisent les administrateurs avec la conviction que ceux-ci s'acquitteront de leur obligation avec diligence et loyauté. Pour s'acquitter de leur obligation de diligence, les administrateurs doivent posséder le niveau de compétence et d'aptitude nécessaire à l'exercice de leurs fonctions. Pour s'acquitter de leur obligation de loyauté, ils doivent agir avec intégrité, de bonne foi et au mieux des intérêts de la société. Que la décision à prendre concerne les affaires quotidiennes de la société, une modification fondamentale dans ses activités, un projet de fusion ou d'acquisition ou une OPA amicale ou non sollicitée, l'obligation des administrateurs demeure la même.

Les lois sur les sociétés attribuent au conseil d'administration la responsabilité première de surveiller les opérations fondamentales qui modifient la structure et les activités de la société, comme une fusion ou la vente de la totalité des actifs. Certaines de ces opérations visent à effectuer un changement de contrôle. Toutefois, à la différence d'une OPA, elles ne sont

²⁹ Ci-dessus, note 12, p. 123.

³⁰ L.R.C., 1985, ch. C-44.

³¹ L.R.Q., c. S-31.1.

³² Art. 90 et 91 de la LSAQ et art. 173 de la LCSA.

³³ Art. 276 de la LSAQ et art. 181 de la LCSA.

³⁴ Art. 288, 289 et 290 de la LSAQ et art. 187 de la LCSA.

³⁵ Art. 271 et 272 de la LSAQ et art. 189 de la LCSA.

³⁶ Art. 414 à 420 de la LSAQ et art. 192 de la LCSA.

soumises à l'approbation des porteurs que si elles ont d'abord reçu l'aval du conseil. Les OPA sont, quant à elles, présentées directement aux porteurs, et le rôle des administrateurs se limite à en évaluer les modalités, à recommander aux porteurs de les accepter ou de les rejeter et à communiquer les motifs de leur recommandation.

Dans notre régime actuel, en raison de l'interprétation de l'Avis 62-202, les administrateurs ne disposent pas des outils nécessaires pour donner suite à leur recommandation, sauf dans le cas de la vente aux enchères de la société visée. Afin de rétablir la neutralité voulue entre les initiateurs, d'une part, et le conseil d'administration des sociétés visées, d'autre part, il faudrait selon nous revoir le rôle que le régime actuel permet aux administrateurs de jouer dans les OPA.

3.2 Déférence à l'égard des décisions du conseil d'administration des sociétés visées

Lorsqu'une société est la cible d'une OPA non sollicitée, les autorités interprètent généralement l'Avis 62-202 de façon à encourager les enchères au bénéfice des porteurs. Cependant, l'arrêt rendu par la Cour suprême du Canada dans l'affaire BCE est venu clarifier les obligations des administrateurs quand une société est « mise en jeu ».

L'obligation fiduciaire des administrateurs

« [...] est un concept large et contextuel. Elle ne se limite pas à la valeur des actions ou au profit à court terme. Dans le contexte de la continuité de l'entreprise, cette obligation vise les intérêts à long terme de la société. Son contenu varie selon la situation. Elle exige à tout le moins des administrateurs qu'ils veillent à ce que la société s'acquitte de ses obligations légales, mais, selon le contexte, elle peut aussi englober d'autres exigences. Quoi qu'il en soit, l'obligation fiduciaire des administrateurs est de nature impérative; ils sont tenus d'agir au mieux des intérêts de la société.

[...]

En déterminant ce qui sert au mieux les intérêts de la société, les administrateurs peuvent examiner notamment les intérêts des actionnaires, des employés, des créanciers, des consommateurs, des gouvernements et de l'environnement³⁷. »

La Cour a également déclaré ce qui suit :

« Aucun principe n'établit que les intérêts d'un groupe — ceux des actionnaires, par exemple — doivent prévaloir sur ceux d'un autre groupe³⁸. »

Comme nous l'avons vu, dans certaines décisions récentes, les autorités ont tenté de remettre en cause le paradigme des enchères traditionnelles. Dans l'affaire Pulse Data, qui est antérieure à l'affaire BCE, l'ASC a tenu compte de l'obligation fiduciaire du conseil d'administration de la société visée dans son analyse. Dans l'affaire Neo, la CVMO a fait renvoi à l'affaire BCE en

³⁷ Ci-dessus, note 4, par. 38 et 40.

³⁸ *Ibid.*, par. 84.

invoquant la règle de l'appréciation commerciale et a conclu que rien ne prouvait que la décision du conseil de Neo d'adopter le régime de droits et de ne pas solliciter d'autres offres n'était pas au mieux des intérêts de la société et de ses actionnaires. Dans l'affaire Lions Gate, la commissaire minoritaire a fait valoir que la décision d'un conseil d'administration de ne pas chercher d'autres opérations ne devait pas forcément amener les autorités à prononcer une interdiction d'opérations à l'égard d'un régime de droits.

Les points de vue exprimés dans ces décisions reprennent les principes réitérés dans l'affaire BCE :

« Dans la mesure où il conclut que la décision des administrateurs se situe dans l'éventail des solutions raisonnables qu'ils auraient pu choisir en s'appesantissant sur des intérêts opposés, le tribunal ne poursuivra pas son examen pour déterminer si cette décision est la solution parfaite³⁹. »

Nous proposons de réévaluer le rôle des administrateurs dans les OPA non sollicitées en manifestant la déférence appropriée envers les mesures et décisions qu'ils prennent. Pour ce faire, nous proposons d'examiner le contexte dans lequel les OPA se déroulent, la procédure suivie par les administrateurs et les motifs de leur recommandation aux porteurs. Le fait que le conseil d'administration et ses conseillers indépendants mettent en œuvre effectivement des mesures de protection appropriées et veillent à leur application devrait fournir l'assurance raisonnable que les décisions des administrateurs ne sont pas entachées de conflits d'intérêts.

3.3 Normes de gouvernance et intervention des porteurs de titres

Depuis la publication de l'Avis 62-202, les normes de gouvernance se sont grandement améliorées, ce qui a réduit le risque de conflit d'intérêts au sein des conseils d'administration et des directions. Par ailleurs, le droit des sociétés procure aux porteurs de titres des outils dont ils se servent de plus en plus souvent pour défendre efficacement leurs intérêts. Par conséquent, les mesures et décisions des administrateurs sont plus que jamais scrutées à la loupe.

3.3.1 Évolution de la gouvernance et des recours

Il convient de reconnaître que des améliorations considérables ont été apportées aux normes de gouvernance depuis 1986.

Le « rapport Dey »⁴⁰, publié en 1994 et formulant 14 lignes directrices sur les meilleures pratiques des conseils d'administration, a été la première avancée en matière de réforme des normes de gouvernance.

Donnant suite au rapport Dey et mis en œuvre en 2005, le *Règlement 58-101 sur l'information concernant les pratiques en matière de gouvernance*⁴¹ et l'*Instruction générale 58-201 relative à*

³⁹ *Ibid.*, par. 112.

⁴⁰ Peter Day, comité sur la gouvernance d'entreprise au Canada, Bourse de Toronto, *Where Were the Directors* (Toronto, 1994).

⁴¹ C. V-1.1, r. 32.

la gouvernance⁴² ont accru la transparence quant à la nature et à la pertinence des pratiques de gouvernance des émetteurs. Le *Règlement 52-110 sur le comité d'audit*⁴³ a établi, entre autres, les critères d'indépendance des administrateurs qui siègent au comité d'audit.

Le *Règlement 61-101 sur les mesures de protection des porteurs minoritaires lors d'opérations particulières*⁴⁴ (le « **Règlement 61-101** ») et les textes qu'il a remplacés ont institutionnalisé le rôle des comités indépendants dans l'examen des opérations entraînant des conflits d'intérêts, en vertu de la législation en valeurs mobilières. Le Règlement 61-101 impose des exigences supplémentaires, comme l'obligation d'obtenir l'approbation des porteurs minoritaires et l'avis d'administrateurs indépendants dans le cas d'une OPA faite par un initié ou d'une opération avec une personne apparentée nécessitant la tenue d'un scrutin.

L'incidence du Règlement 61-101 sur les pratiques entourant les opérations est perceptible. Les administrateurs indépendants, avec l'aide de conseillers juridiques et financiers indépendants, prennent couramment part à des opérations de fusion ou d'acquisition qui comportent un risque de conflit d'intérêts pour les administrateurs. De même, le conseil d'administration des sociétés visées s'en remet régulièrement à des comités indépendants ou spéciaux pour obtenir une évaluation indépendante des offres et, au final, aider les porteurs de la société visée à prendre la décision de les accepter ou de les rejeter.

La Bourse de Toronto a récemment modifié son *Guide à l'intention des sociétés* afin d'exiger que les porteurs élisent chaque année les administrateurs individuellement et que les émetteurs inscrits indiquent dans leur circulaire de sollicitation de procurations s'ils ont adopté une politique sur l'élection des administrateurs à la majorité et, dans la négative, de décrire leurs pratiques en la matière ou de donner la raison pour laquelle ils n'ont pas adopté de politique.

Par ailleurs, en 2003, un grand nombre d'investisseurs institutionnels se sont mobilisés pour créer la Coalition canadienne pour une saine gestion des entreprises (CCGG) afin de promouvoir de bonnes pratiques de gouvernance au sein des sociétés dans lesquelles ils investissent. Leurs efforts ont mené à des améliorations concrètes des pratiques de gouvernance. De plus, des organismes comme l'Institut des administrateurs de sociétés, le Collège des administrateurs de sociétés et d'autres programmes de formation conçus presque exclusivement pour les administrateurs contribuent aujourd'hui à former les administrateurs et à les sensibiliser à leur obligation de rendre compte de leurs actes.

En outre, les lois canadiennes sur les sociétés fournissent aux actionnaires des mécanismes efficaces pour discipliner les administrateurs et les dirigeants. Les actionnaires qui détiennent un certain pourcentage des actions comportant droit de vote d'une société peuvent exiger la convocation d'une assemblée extraordinaire des actionnaires à n'importe quelle fin⁴⁵, y compris pour révoquer les administrateurs⁴⁶ et proposer de nouveaux candidats en vue de l'élection des administrateurs⁴⁷. Les lois canadiennes confèrent également aux actionnaires le droit de

⁴² Décision 2005-PDG-0363, 2005-11-15.

⁴³ C. V-1.1, r. 28.

⁴⁴ C. V-1.1, r. 33.

⁴⁵ Art. 208 de la LSAQ et art. 143 de la LCSA.

⁴⁶ Art. 144 de la LSAQ et art. 109 de la LCSA.

⁴⁷ Art. 198 de la LSAQ et art. 137 de la LCSA.

s'adresser aux tribunaux en cas d'abus, si les administrateurs se montrent injustes à leur égard en leur portant préjudice dans l'exercice de leurs pouvoirs⁴⁸.

Enfin, les propositions soumises par les actionnaires au cours des dernières années ont entraîné des changements importants dans les pratiques de gouvernance, comme en témoignent par exemple les politiques de vote consultatif sur la rémunération adoptées par certains des grands émetteurs canadiens.

3.3.2 *Activisme actionnarial*

Les porteurs sont de plus en plus au fait des outils à leur disposition pour discipliner le conseil d'administration et la direction. Ils cherchent davantage à se faire entendre et à exprimer leur désaccord avec le conseil et la direction, et les courses aux procurations sont devenues partie intégrante des marchés des capitaux canadiens. Les fonds spéculatifs et les autres investisseurs institutionnels qui possèdent des participations, des connaissances et des ressources importantes sont désormais des intervenants actifs sur ces marchés.

On estime qu'au cours de chacune des cinq dernières années, plus de 20 courses aux procurations ont été lancées en moyenne au Canada. Les porteurs de titres interviennent de plus en plus activement pour discipliner les sociétés sous-performantes et se posent ainsi en représentants motivés d'un groupe diversifié de porteurs.

Chez Chemin de fer Canadien Pacifique Limitée (le « **CP** ») et Magna International Inc. (« **Magna** »), l'intervention des actionnaires a récemment porté ses fruits.

La campagne menée par Bill Ackman contre les administrateurs du CP par le truchement de sa société de fonds spéculatifs Pershing Square Capital Management LP a produit des résultats concrets. Cinq administrateurs du CP ont quitté leur poste avant l'assemblée générale annuelle des actionnaires, au cours de laquelle les actionnaires du CP ont voté pour l'élection des candidats proposés par Ackman, avec l'appui du Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario et de l'Office d'investissement du régime de pensions du Canada.

À l'assemblée annuelle de 2011 de Magna, les investisseurs institutionnels se sont « abstenus » de voter pour les trois administrateurs qui formaient le comité indépendant chargé d'examiner le plan d'arrangement devant éliminer les actions à droits de vote multiples de Magna. Ils ont par ailleurs demandé que les résultats du vote soient rendus publics, notamment en intentant une poursuite devant la Cour supérieure de justice de l'Ontario. En conséquence, ces trois administrateurs n'ont pas tenté de se faire réélire à l'assemblée annuelle de 2012.

Enfin, il n'est pas inutile de mentionner que deux actionnaires importants de Rona inc. (« **Rona** »), la Caisse de dépôt et placement du Québec et Invesco Canada Ltée, ont récemment réussi à imposer plusieurs changements dans la composition du conseil d'administration, notamment la nomination d'un nouveau président du conseil. Ces changements ont été apportés après que Lowe's Companies, Inc. eut annoncé son intention de prendre le contrôle de Rona, soulignant ainsi la sous-performance de cette société au cours des dernières années.

⁴⁸ Art. 450 de la LSAQ et art. 241 de la LCSA.

L'intensification de l'activisme actionnarial indique clairement que les porteurs se prévalent des moyens à leur disposition pour affronter les administrateurs, et il est fort probable que cette tendance se maintiendra.

3.4 Pouvoir d'influence notable des fonds spéculatifs et des autres arbitragistes sur la vente des sociétés visées

Sous le régime actuel des OPA, l'initiateur d'une offre peut imposer plusieurs conditions, généralement à son avantage. Il n'est tenu de prendre livraison des titres déposés en réponse à son offre et de les régler que si les conditions sont remplies ou qu'il y renonce. Il est difficile de prévoir l'issue de l'OPA au moment où elle est lancée, le degré d'imprévisibilité étant tributaire du nombre de conditions rattachées à l'offre et de leur nature. Le nombre minimal de titres devant être déposés par les porteurs de la société visée est considéré comme l'une des principales conditions de toute offre.

Depuis toujours, cette imprévisibilité a une incidence sur les porteurs des sociétés visées. Dans certains cas, elle influe sur leur décision de conserver leurs titres jusqu'à la clôture de l'OPA. Ceux qui décident de ne pas conserver leurs titres les vendent.

La vente et l'achat de titres de la société visée sur le marché après l'annonce d'une OPA, souvent à un prix inférieur au prix d'offre, ne sont pas des phénomènes nouveaux. Cependant, au cours de la dernière décennie, il s'est accentué avec l'émergence des fonds spéculatifs et des autres arbitragistes. Certains observateurs ont constaté que le volume des opérations sur les actions des sociétés visées connaît une augmentation pouvant atteindre 40 % dans les cinq jours qui suivent l'annonce d'une OPA, bien souvent indépendamment de toute indication préliminaire que le conseil d'administration de la société visée acceptera l'offre et avant que celui-ci ne formule sa recommandation officielle.

Le résultat imprévisible d'une OPA est exacerbé par l'effet coercitif du régime des OPA. Cet effet confère à l'initiateur d'une OPA non sollicitée un avantage stratégique sur les porteurs de la société visée, qui sont obligés de prendre individuellement la décision de déposer ou non leurs titres en réponse à l'offre. Les porteurs se sentent parfois contraints de déposer leurs titres en réponse à une offre qu'ils n'approuvent pas ou de les vendre sur le marché pour ne pas être laissés pour compte, notamment si l'initiateur renonce à la condition de dépôt minimal pour pouvoir prendre livraison des titres déposés et les régler. C'est également le cas lors des offres partielles, à la suite desquelles la probabilité de se retrouver avec une participation négligeable dans la société est plus élevée.

Dans le contexte réglementaire actuel, les fonds spéculatifs et les autres arbitragistes qui acquièrent des titres de sociétés visées sur le marché se positionnent de manière à influencer fortement le résultat des offres et s'assurer que ces sociétés sont vendues à l'initiateur initial ou à un initiateur subséquent qui offre une contrepartie supérieure. Ces investisseurs acquièrent les titres des sociétés visées dans une perspective de placement à court terme et se soucient peu des intérêts de ces sociétés. De manière générale, ils déposent leurs titres nouvellement acquis dans

l'intention d'obtenir le prix le plus élevé possible ou votent contre tout régime de droits tactique adopté par le conseil d'administration des sociétés visées qui pourrait retarder, voire compromettre, la réalisation de leurs profits. Aussi est-il peu probable que ces investisseurs appuient les mesures proposées par les administrateurs dans l'exécution de leur obligation fiduciaire, si ce n'est une vente aux enchères qui se solde par la vente de ces sociétés.

4. Solution envisagée dans le cadre de la proposition de l'Autorité

L'un des principes importants sous-tendant le régime des OPA est de ne favoriser ni les initiateurs ni le conseil d'administration et la direction des sociétés visées. Toutefois, comme nous l'avons vu, l'interprétation actuelle de l'Avis 62-202 mène presque inévitablement à la vente aux enchères des sociétés visées. Notre régime des OPA est donc trop favorable aux initiateurs.

La proposition de l'Autorité vise principalement à rétablir l'équilibre réglementaire entre les initiateurs d'OPA non sollicités et le conseil d'administration des sociétés visées et à actualiser l'encadrement réglementaire des OPA pour tenir compte du contexte juridique et économique ainsi que des pratiques du marché qui les entourent. Nous proposons donc de réexaminer l'approche actuellement adoptée à l'égard des mesures de défense dans l'Avis 62-202 et d'apporter deux changements importants à notre régime des OPA.

4.1 Modification de l'Avis 62-202

Notre régime des OPA repose sur le principe selon lequel une OPA est une offre faite directement aux porteurs de titres et que c'est à eux que revient la décision de l'accepter ou non. Dans ce contexte, les administrateurs ne peuvent pas adopter de mesures de défense qui priveraient les porteurs de la possibilité de déposer leurs titres en réponse à une offre. Par conséquent, l'interprétation de l'Avis 62-202 manifeste peu de déférence envers les administrateurs dans l'exécution de leur obligation fiduciaire lorsqu'ils adoptent une mesure de défense.

L'Avis 62-202 précise ce qui suit :

« Dans l'appréciation d'une offre publique, il est possible que les intérêts de la direction de la société visée soient différents de ceux des actionnaires. »

Cette possibilité existait lors de la publication de l'Avis 62-202 et existe toujours. Cependant, nous estimons que si la question des conflits d'intérêts était réglée, il faudrait manifester la déférence appropriée envers la façon dont le conseil d'administration remplit son obligation fiduciaire et adopte des mesures de défense pouvant contribuer à maximiser la valeur des sociétés et, au final, la valeur pour les porteurs.

Nous croyons que les autorités devraient considérer que les mesures de défense ne sont pas préjudiciables à l'intérêt public et limiter leur intervention en conséquence, à moins que les porteurs ne se trouvent privés de leur droit d'examiner une offre faite de bonne foi parce que le conseil n'a pas géré adéquatement les conflits d'intérêts des administrateurs ou des dirigeants, et

sauf circonstances exceptionnelles où il y a violation manifeste des droits des porteurs ou atteinte au bon fonctionnement des marchés des capitaux.

Nous sommes également d'avis qu'il serait approprié de tenir compte notamment de certains faits pour établir si la démarche adoptée par le conseil d'une société visée pour proposer ou mettre en œuvre une mesure de défense est raisonnable. Il pourrait s'agir par exemple de ce qui suit :

- la création d'un comité spécial composé d'administrateurs indépendants ayant pour mandat d'examiner l'offre et de formuler une recommandation au conseil d'administration;
- la nomination de conseillers financiers et juridiques indépendants pour aider le comité spécial à remplir son mandat;
- la conclusion du comité spécial et du conseil d'administration selon laquelle il ressort de l'examen de l'offre et des conseils des conseillers juridiques et financiers qu'il est au mieux des intérêts de la société de mettre en œuvre une mesure de défense;
- l'exhaustivité de l'information fournie aux porteurs dans la circulaire des administrateurs et dans tout autre type de communication utilisé par les administrateurs de la société visée sur la démarche suivie pour formuler leur recommandation et les motifs à l'appui de la mesure de défense.

Les indications proposées compléteraient la compétence et les aptitudes dont les administrateurs sont censés faire preuve lorsqu'ils s'acquittent de leur obligation de diligence, notamment en menant des délibérations rigoureuses et informées.

L'établissement d'une instruction générale peut répondre de façon satisfaisante au problème des opérations intéressées et des conflits d'intérêts, et les autorités peuvent, dans l'exercice de leur compétence en matière d'intérêt public, remettre en question les actes des conseils d'administration qu'elles jugent abusifs. La décision de la CVMO dans l'affaire Magna International Inc.⁴⁹ traduit notre position et contient également un récapitulatif de la jurisprudence pertinente :

[Traduction] « Nous ne sommes pas principalement habilités à établir si les administrateurs se sont acquittés de leur obligation fiduciaire dans le cadre d'une opération donnée. La Commission a toutefois, dans plusieurs décisions où elle a mis en œuvre sa compétence en matière d'intérêt public ou d'autres dispositions de la législation en valeurs mobilières ontarienne applicable, considéré le rôle du conseil d'administration ou d'un comité d'administrateurs indépendants dans l'examen et l'approbation d'une opération ou d'une question ainsi que la procédure suivie à cette fin (voir par exemple *Re Standard Trustco Ltd. et al* (1992), 6 B.L.R. (2d) 241, *YBM*, ci-dessus, *Re Sears Canada*, ci-dessus, *Re AiT Advanced Information Technologies Corp.* (2008), 31 OSCB 712, *Re Rowan* (2008), 31 OSCB 6515 et *Re Neo Material Technologies Inc.* (2009), 32 OSCB 6941). Dans l'affaire *Re Hudbay Minerals Inc.*

⁴⁹ (2011), 34 OSCB 1290.

(2009), 32 OSCB 1044, nous avons indiqué que «ce genre de question ne relève pas uniquement des tribunaux judiciaires»⁵⁰. »

Nous n'ignorons pas qu'une instruction générale ne crée pas d'obligation juridique et que les tribunaux administratifs ne sont pas liés par la règle du précédent. Toutefois, afin d'assurer un certain niveau de prévisibilité aux participants au marché et de bien définir le contexte dans lequel les objectifs réglementaires s'appliquent, nous proposons de remplacer l'Avis 62-202 par une nouvelle instruction générale.

La démarche proposée dans cette nouvelle instruction générale sur les mesures de défense consisterait à manifester la déférence appropriée envers la façon dont le conseil d'administration s'acquitte de son obligation fiduciaire. À cette fin, l'instruction reconnaîtrait explicitement l'obligation fiduciaire dont les administrateurs doivent s'acquitter envers leur société lorsqu'ils réagissent à une OPA non sollicitée et redéfinirait l'intervention des autorités au motif de l'intérêt public selon les paramètres susmentionnés.

4.2 Modification du régime des OPA

Aujourd'hui, les régimes de droits contiennent habituellement des clauses relatives aux « offres permises », qui prévoient notamment une condition irrévocable de dépôt minimal et une prolongation de l'offre après l'annonce publique de la réalisation de la condition de dépôt minimal. Ces clauses visent à atténuer la coercition structurelle de notre régime des OPA.

Cependant, en général, les initiateurs ne se plient pas à ces conditions, qui empêchent la mise en application des régimes de droits. Ils comptent sur le fait que les autorités finiront par prononcer des interdictions d'opérations à l'égard des régimes de droits et que leurs offres resteront ouvertes aux porteurs de titres de la société visée.

Afin d'obliger les initiateurs à respecter ces clauses, nous proposons de les adopter dans notre régime des OPA de façon à les rendre obligatoires pour toutes les offres.

Une condition irrévocable de dépôt minimal pour les offres visant l'ensemble des titres d'une catégorie, et pour les offres partielles, de plus de 50 % des titres en circulation appartenant à des personnes autres que l'initiateur et ses alliés s'apparenterait à un « mécanisme de vote » collectif. Cette condition aurait pour effet d'atténuer, voire d'éliminer, le dépôt sous pression, car l'offre ne peut réussir que si la majorité des porteurs indépendants « votent » en faveur de l'offre, quel que soit le nombre de titres pris en livraison à la fin du processus.

Pour compléter ce « mécanisme de vote », le régime des OPA prévoirait que l'offre doit être prolongée de 10 jours à la suite de l'annonce publique du dépôt de plus de 50 % des titres en circulation appartenant à des personnes autres que l'initiateur et ses alliés.

Cette prolongation permettrait aux porteurs moins avertis ou indécis de tenir compte du dépôt des titres des porteurs qui ont les ressources et l'expertise nécessaires pour évaluer les modalités

⁵⁰ *Ibid.*, par. 198.

de l'offre. Ainsi, les porteurs moins avertis ou indécis ne subiraient aucune pression pour vendre leurs titres sur le marché ou à l'initiateur par crainte de se retrouver minoritaires.

Nous estimons que les deux modifications proposées permettent aux porteurs de « voter », pour ainsi dire, sur une offre donnée et qu'elles remplacent efficacement l'approbation, par les porteurs, d'un régime de droits ou de sa modification, comme le prévoit le projet des ACVM. Elles présentent aussi l'avantage de s'appliquer à toutes les offres, et non seulement à celles qui sont visées par un régime de droits.

Nous sommes d'avis qu'il revient aux autorités de prendre directement des mesures pour corriger les lacunes de notre régime des OPA. Du point de vue réglementaire, la protection des intérêts des porteurs demeurerait l'objectif fondamental de notre régime des OPA et la coercition structurelle serait atténuée. Du point de vue du marché, les initiateurs pourraient être plus enclins à négocier avec le conseil d'administration des sociétés visées ou à offrir un prix supérieur aux porteurs pour assurer la réussite de leur offre.

Consultation

Nous invitons les intéressés à formuler des commentaires généraux sur la proposition de l'Autorité et sur ses effets escomptés ainsi qu'à répondre aux questions suivantes :

1. Si des mesures de protection adéquates sont mises en place pour gérer les conflits d'intérêts et qu'il n'y a ni violation manifeste des droits des porteurs ni atteinte au bon fonctionnement des marchés des capitaux, êtes-vous d'avis que les autorités devraient manifester la déférence appropriée envers le conseil d'administration des sociétés visées dans sa décision d'adopter des mesures de défense?
2. Selon vous, nuirait-on à la capacité des porteurs de titres d'une société visée de déposer leurs titres en réponse à une OPA non sollicitée en manifestant la déférence appropriée envers la façon dont les administrateurs remplissent leur obligation fiduciaire?
3. Les administrateurs devraient-ils, dans l'exercice de leur obligation fiduciaire, avoir la faculté d'adopter un régime de droits ou d'autres mesures de défense pour parer à une OPA non sollicitée?
4. Les autorités devraient-elles fournir des indications sur les mesures de protection appropriées dont l'efficacité est généralement reconnue pour limiter les conflits d'intérêts inhérents des administrateurs placés devant une OPA non sollicitée? Dans l'affirmative, estimez-vous que ces mesures devraient être prévues dans une instruction générale ou dans un règlement?
5. Avez-vous des suggestions de mesures efficaces pour gérer les conflits d'intérêts inhérents des administrateurs?
6. Estimez-vous que les porteurs disposent généralement des outils adéquats pour discipliner les administrateurs?

7. Êtes-vous d'avis que les modifications que nous proposons d'apporter au régime des OPA, soit l'ajout de la condition irrévocable de dépôt minimal et la prolongation de l'offre, contribueraient à permettre aux porteurs des sociétés visées de prendre une décision de vente volontairement, collectivement et sans distorsion?
8. Estimez-vous que la proposition de l'Autorité améliorerait la protection des investisseurs contre les pratiques déloyales, abusives ou frauduleuses et qu'elle contribuerait à l'efficacité des marchés des capitaux?
9. Quelles autres modifications devrions-nous apporter à notre régime des OPA pour en corriger les lacunes?

Veuillez expliquer vos réponses.

Transmission des commentaires

Nous publions le présent document pour une période de consultation de 90 jours. Veuillez transmettre vos commentaires par écrit à l'adresse ci-dessous au plus tard le 12 juin 2013. Que vous envoyiez vos commentaires par courriel ou non, veuillez joindre un fichier électronique en format Microsoft Word.

Anne-Marie Beaudoin
Secrétaire générale
Autorité des marchés financiers
800, square Victoria, 22^e étage
C.P. 246, tour de la Bourse
Montréal (Québec) H4Z 1G3
Télécopieur : 514-864-6381
Courriel : consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

Nous ne pouvons assurer la confidentialité des commentaires, car nous pourrions publier un résumé des commentaires écrits reçus pendant la période de consultation.

Questions

Pour toute question, veuillez vous adresser à l'une des personnes suivantes :

Sandrine Tremblay
Analyste-expert en financement des sociétés
Autorité des marchés financiers
514-395-0337, poste 4425
sandrine.tremblay@lautorite.qc.ca

Rosetta Gagliardi
Conseillère en réglementation
Autorité des marchés financiers
514-395-0337, poste 4462
rosetta.gagliardi@lautorite.qc.ca

Autorité des marchés financiers

Consultation Paper

**An Alternative Approach to Securities Regulators' Intervention in Defensive
Tactics**

March 14, 2013

Autorité des marchés financiers

Consultation Paper

An Alternative Approach to Securities Regulators' Intervention in Defensive Tactics

1. Introduction	1
1.1 The CSA Proposal	1
1.2 The AMF proposal	2
2. Background	3
2.1 The Canadian take-over bid regime	3
2.2 NP 62-202 and its interpretation	4
2.3 Particulars of the Fibrek case	7
3. Analysis	8
3.1 Role of directors	9
3.2 Deference to decisions of target boards	10
3.3 Corporate governance standards and security holders' involvement	11
3.3.1 <i>Evolution of corporate governance and remedies</i>	11
3.3.2 <i>Shareholder activism</i>	12
3.4 Ability of hedge funds and other arbitrageurs to exert significant influence on the sale of target corporations	13
4. Alternative approach under the AMF Proposal	14
4.1 Changes to NP 62-202	14
4.2 Changes to the take-over bid regime	16
Request for comment	17
How to provide your comments	18
Questions	18

1. Introduction

The *Autorité des marchés financiers* (“AMF” or “we”) is publishing for comment, along with the other members of the Canadian Securities Administrators (“CSA”), *Proposed National Instrument 62-105 Securities Holder Rights Plans* (“**CSA Proposal**”). The AMF is also publishing concurrently this consultation paper inviting comment on an alternative approach to that contemplated by the CSA Proposal (“**AMF Proposal**”).

The CSA Proposal relates only to rights plans and the accompanying Notice and Request for Comment states that participating CSA members will consider in the future whether further changes should be made to National Policy 62-202 *Take-Over Bids – Defensive Tactics* (“**NP 62-202**”)¹ with respect to other defensive tactics. We are of the view that recent decisions, among other factors, have created the proper context to review at this time our regulatory framework with respect to all defensive tactics, not only rights plans.

The primary objective of the AMF Proposal is to restore the regulatory balance between bidders and target boards and update the policy framework of our take-over bid regime to reflect the current legal and economic environment and market practices respecting unsolicited take-over bids. We therefore propose to reconsider the current approach to defensive tactics embedded in NP 62-202 and introduce two significant changes to our take-over bid regime.

The purpose of this consultation paper is to provide a forum for discussion on the issues concerning the regulation of defensive tactics in Canada, including the role of boards of directors facing unsolicited take-over bids, and to seek comment on the AMF Proposal. We are initiating this consultation while remaining committed to maintain a cohesive and harmonious approach across the CSA regarding take-over bids and the regulation of defensive tactics.

1.1 The CSA Proposal

The CSA Proposal contemplates that securities regulators in Canada (“**Regulators**”²) would no longer consider rights plans on a case-by-case basis to determine when they “have to go”. Instead, under the CSA Proposal, a rights plan would be permitted to remain in place provided it is approved by a majority of security holders within a specified time period.

The CSA Proposal will potentially have the effect of reducing the circumstances where regulatory intervention would occur because rights plans will not be cease traded if security holders approve them, thereby providing greater certainty to the market.

However, since the CSA Proposal only addresses rights plan, it does not provide a complete answer to certain fundamental issues regarding our take-over bid regime which, in our view, should all be addressed at this time. These issues include the structural imbalance between

¹ In Québec, *Notice 62-202 Relating to take-over bids – Defensive tactics*, Bulletin of the *Autorité des marchés financiers*, 2003-07-18, Vol. XXXIV n° 28.

² For the purposes of this consultation paper, the term “Regulators” may include, in Québec, the *Bureau de décision et de révision*, the impartial and independent tribunal specialized in the financial sector for the AMF, financial sector participants and the public in general.

bidders and target boards, the lack of deference to the decisions and actions of boards, the inability of directors to contemplate measures other than the sale of the target corporation, and the prevalence of security holders' decision to tender in all circumstances.

We are of the view that a broader approach to defensive tactics could provide an answer to some of these fundamental issues.

1.2 The AMF proposal

Since the adoption of NP 62-202 in 1986³, there have been significant changes in the legal and economic environment and market practices respecting unsolicited take-over bids.

The decision by the Supreme Court of Canada in *BCE Inc. v. 1976 Debentureholders*⁴ (“**BCE**”), the implementation of more rigorous corporate governance standards, increased shareholder activism, and the growing influence of hedge funds and other arbitrageurs on the outcome of take-over bids have created an opportunity to review a policy that has practically remained unchanged since its adoption.

We would propose to replace NP 62-202 with a new policy on defensive tactics that would clearly recognize the fiduciary duty of directors to the corporation in responding to an unsolicited take-over bid and would redefine Regulators' intervention on the ground of public interest.

We believe that appropriate deference should be given to directors of target corporations in the exercise of their fiduciary duty. Our belief is based on the premise that possible conflicts of interest and entrenchment issues facing target boards are appropriately identified and managed, and that directors demonstrate the appropriate degree of competence and skill, including careful and informed deliberation, as part of their duty of care.

We would further propose to change our take-over bid regime to require, as an irrevocable condition of any bid for all securities of a class, and for any partial bids, that more than 50% of the outstanding securities of the class held by persons other than the offeror and those acting in concert with it be tendered and not withdrawn on the date the bid would otherwise expire. We would also propose that the bid be extended for 10 days following the announcement that this percentage of securities has been tendered.

We believe the implementation of the AMF Proposal would have the following effects:

- it would give directors more latitude to exercise their fiduciary duty and consider all alternatives to maximize security holder value, without Regulators' intervention;
- it would create a revised framework for the regulation of all defensive tactics, not only rights plans;

³ NP 62-202 is the successor policy to National Policy No. 38 *Take-Over Bids – Defensive Tactics*.

⁴ [2008] 3 S.C.R. 560

- it would mitigate the coercion effect⁵ of our take-over bid regime for all bids and not just those subject to rights plans;
- it would provide a direct regulatory solution to some gaps in our take-over bid regime;
- it could minimize the ability of arbitrageurs to exert influence on the sale of target corporations;
- it could encourage bidders to negotiate with boards and, as a result, possibly maximize security holder value.

In addition to the publication of a new policy replacing NP 62-202, the implementation of the AMF Proposal would also entail amendments to the *Securities Act* (Québec)⁶ (“QSA”) and Multilateral Instrument 62-104 *Take-Over Bids and Issuer Bids*⁷.

2. Background

In this section, we will first discuss the current Canadian take-over bid regime, focusing on its main objectives. We will then broadly review how NP 62-202 has been interpreted over time. Finally, we will briefly look into the particulars of the take-over bid of Fibrek Inc. (“**Fibrek**”) by Resolute Forest Products Inc. (“**Resolute**”), launched in December 2011.

2.1 The Canadian take-over bid regime

The current Canadian take-over bid regime originates from the *Report of the Attorney General’s Committee on Securities Legislation in Ontario*⁸ (“**Kimber Report**”). The Kimber Report expressed the objectives of take-over provisions as follows:

“The Committee has concluded that the primary objective of any recommendations for legislation with respect to the take-over bid transaction should be the protection of the bona fide interests of the shareholders of the offeree company. Shareholders should have made available to them, as a matter of law, sufficient up-to-date relevant information to permit them to come to a reasoned decision as to the desirability of accepting a bid for their shares. In arriving at its conclusions, however, the Committee attempted to ensure that its recommendations would not unduly impede potential bidders or put them in a commercially disadvantageous position vis-à-vis an entrenched and possibly hostile board of directors of an offeree company.”⁹

⁵ L. A. Bebchuk, in an article entitled “The Pressure to Tender: An Analysis and A Proposed Remedy”, defined the coercion effect of the take-over bid regime as follows: “In the face of a takeover bid, shareholders’ tender decisions are subject to substantial distortions. A target’s shareholder might well tender his shares even if he views the offered acquisition price as lower than the value of the independent target. The shareholder might tender out of fear that, if he does not tender, the bidder might still gain control, in which case the shareholder would be left with low value shares in the acquired target. Consequently, a bidder might succeed in gaining control over a target even if the value maximizing course of action for the target’s shareholder would be to reject the bid.” See L. A. Bebchuk, “The Pressure to Tender: An Analysis and A Proposed Remedy”, 12 Del. J. Corp. 911, 1987, p. 911.

⁶ L.R.Q., c. V-1.1.

⁷ In Québec, *Regulation 62-104 respecting Take-Over Bids and Issuer Bids*, V-1.1, r. 35.

⁸ Province of Ontario: *Report of the Attorney General’s Committee on Securities Legislation in Ontario*, March 1965.

⁹ *Ibid* at 3.10.

The Kimber Report suggested numerous provisions to regulate take-over bids, including the duration of an offer, the withdrawal of securities tendered by a security holder of the target corporation, the take-up and payment of securities deposited and the equal treatment of security holders. Essentially, recommendations were made with a view to enable security holders of a target corporation to have sufficient information and time to make an informed decision.

The recommendations contained in the Kimber Report were introduced in the *Securities Act* (Ontario) and later, with very few amendments, in the securities legislation of British Columbia, Alberta, Saskatchewan and Manitoba, the *Canada Business Corporations Act*, and finally in the QSA.

Over the years, subsequent reports were released without concluding on the need to revisit the underlying principles of the Kimber Report and the resulting take-over bid legislation. Since the Kimber Report recommendations were first implemented in 1966, take-over bid provisions in securities legislation have essentially governed offerors and left boards of target corporations with the task of providing their recommendations on the acceptance or rejection of a bid. Regulatory amendments adopted since have not resulted in any significant changes to these principles.

2.2 NP 62-202 and its interpretation

NP 62-202 was adopted before the first rights plan was implemented in Canada and has in essence remained unchanged. It has served as guidance to Regulators in the exercise of their public interest jurisdiction and has predominantly been applied to cease trade rights plans.

As stated in NP 62-202, the two objectives of the Canadian take-over bid regime are the following:

“The primary objective of the take-over bid provisions of Canadian securities legislation is the protection of the bona fide interests of the shareholders of the target company. A secondary objective is to provide a regulatory framework within which take-over bids may proceed in an open and even-handed environment. The take-over bid provisions should favour neither the offeror nor the management of the target company, and should leave the shareholders of the target company free to make a fully informed decision. The Canadian securities regulatory authorities are concerned that certain defensive measures taken by management of a target company may have the effect of denying to shareholders the ability to make such a decision and of frustrating an open take-over bid process.”¹⁰

NP 62-202 further states that:

“In considering the merits of a take-over bid, there is a possibility that the interests of management of the target company will differ from those of its shareholders... Canadian securities regulatory authorities consider that unrestricted auctions produce the most desirable results in take-over bids and they are reluctant to intervene in

¹⁰ *Supra* note 1 at 1.1 (2).

contested bids. However, they will take appropriate action if they become aware of defensive tactics that will likely result in shareholders being deprived of the ability to respond to a take-over bid or to a competing bid.”¹¹

In 1987, Stanley M. Beck, then Chairman of the Ontario Securities Commission (“OSC”), described the regulatory philosophy embodied in NP 62-202 in six maxims¹²:

- “Takeover bids have an important role in the economy, for both economic and legal reasons”¹³;
- “Target management is in a conflict of interest situation when facing a hostile bid”¹⁴;
- “The primary objective of takeover bid legislation is the protection of the *bona fide* interests of target company shareholders. A secondary objective is to provide regulatory neutrality between the offeror and target management”¹⁵;
- “Target company shareholders have the right to make the takeover bid decision. As such, target management has no valid reason to (unilaterally) deny them that right. Target management motivation effectively becomes irrelevant”¹⁶;
- “The appropriate regulatory approach to takeover bids is to encourage unrestricted auctions”¹⁷; and
- “It is inappropriate to design a specific set of rules regulating target director conduct, other than those imposed by corporate law fiduciary standards. However, even without specific rules, it is possible to develop presumptions as to what may be proper or improper”¹⁸.

Regulators have interpreted this regulatory philosophy by concluding that if a rights plan has the effect of denying security holders the right to respond to a bid or generally frustrates the take-over bid process, it must be cease traded. It is not a matter of *if* the rights plan should go, but *when* it should go.

In *Re Canadian Jorex Ltd.* case¹⁹ (“**Jorex**”), the board of directors of Jorex adopted a tactical rights plan in response to an unsolicited take-over bid made by Mannville Oil & Gas Ltd. (“**Mannville**”) without obtaining prior shareholder approval. Shortly after, a competing bid was made by Canadian Trans Arctic & Southern International Corp. which the Jorex board supported. The OSC concluded that the adoption of the rights plan was not likely to result in any enhancement of the Mannville bid nor would it encourage other bidders to join the auction process. As a result, the rights plan was cease traded to enable shareholders to decide in which bid to tender.

¹¹ *Supra* note 1 at 1.1 (1) and (5).

¹² S. M. Beck and R. Wildeboer “National Policy 38 as a Regulator of Defensive Tactics”, in *Meredith Memorial Lectures*, Cowansville, Editions Yvon Blais, 1987.

¹³ *Ibid.* at 122.

¹⁴ *Ibid.* at 123.

¹⁵ *Ibid.*

¹⁶ *Ibid.* at 125.

¹⁷ *Ibid.* at 130.

¹⁸ *Ibid.* at 134.

¹⁹ (1992) 15 OSBC 257.

In its decision, the OSC did not take into account a series of ancillary issues, including whether the board of directors acted in the best interests of Jorex or if the board should have taken additional steps in seeking shareholder approval of the plan. The only question to be settled for the OSC was

“...whether the rights plan had served its purpose in facilitating an auction for Jorex, and ought to be discontinued as against the Mannville bid to let the shareholders decide which bid they preferred (if, indeed, they wished to accept either one).”²⁰

The OSC determined the rights plan had served its purpose in inducing a superior offer and could not achieve more. As stated in the decision, “there comes a time when the pill has to go”²¹.

Although the majority of case law in Canada on rights plans followed Jorex, decisions rendered by the Alberta Securities Commission (“ASC”) and the OSC in the last few years have attempted to nuance the Jorex approach. In *Re Pulse Data Inc.*²² (“**Pulse Data**”) and *Re Neo Material Technologies Inc.*²³ (“**Neo**”), the ASC and OSC respectively concluded that rights plans could be maintained in the face of an unsolicited take-over bid when there was evidence of a fully informed shareholder approval.

In Neo, the OSC further stated that:

“...in finding that so long as the rights plan continues to allow the target’s management and board the opportunity to fulfill their fiduciary duties, the plan continues to serve a purpose.”²⁴

In Pulse Data, the ASC indicated reluctance

“...to interfere with a decision of the Pulse Board that has a fiduciary duty to act in the best interests of Pulse Shareholders, particularly when that decision had very recently been approved by informed shareholders.”²⁵

The approach taken by the panels in Neo and Pulse Data was however not followed in subsequent decisions. In *Baffinland Iron Mines Corporation*²⁶ (“**Baffinland**”), the OSC ceased to trade the rights plan adopted by the board of directors of Baffinland, even if it had received shareholder approval in the face of the Nunavut Iron Ore Acquisition Inc. unsolicited offer. The OSC considered the shareholders’ approval but concluded that this element was not sufficient to maintain the rights plan.

²⁰ *Ibid.* at 4.

²¹ *Ibid.*

²² (2007) ABASC 895.

²³ (2009), 32 OSCB 6941.

²⁴ *Ibid.* at 144.

²⁵ *Supra* note 22 at 101.

²⁶ (2010), 33 OSCB 10957.

In *Lions Gate Entertainment Corp.*²⁷ (“**Lions Gate**”), the British Columbia Securities Commission (“**BCSC**”) followed the same reasoning when it cease traded the rights plan implemented in response to Icahn Partners’ unsolicited offer one week prior to the shareholders meeting called to consider the rights plan.

In the majority reasons for the decision, the BCSC determined that an approval by informed shareholders of a rights plan could not supersede the right of individual shareholders to tender into an unsolicited take-over bid. In the absence of any attempt by the target corporation to increase shareholder value through the enhancement of the bid, a competing bid or an alternative transaction, leaving the rights plan in place would serve no other purpose than denying shareholders the opportunity to accept or reject the bid. The BCSC stated that it was implicit in NP 62-202 that rights plans remain in place only as a temporary measure.

In contrast, the minority reasons for the decision in *Lions Gate*²⁸ expressed a more nuanced and fact-specific approach in concluding that provided shareholders have approved a rights plan, a board of directors’ decision not to seek alternative transactions should not automatically lead to cease-trading the rights plan. The minority held that Regulators should adopt a broad view of the public interest and consider the long-term interests of shareholders collectively.

Neo, Pulse Data and the reasons expressed by the minority in *Lions Gate* should pave the way for Regulators to revisit the impact of the majority of decisions following the guidance of NP 62-202 which, in essence, resulted in preventing directors and management from considering measures other than the sale of the target corporation.

2.3 Particulars of the Fibrek case

In December 2011, Resolute launched an unsolicited take-over bid to acquire all the common shares of Fibrek (“**Resolute Offer**”). Resolute entered into irrevocable lock-up agreements with three significant shareholders of Fibrek which held, together with another shareholder publicly supporting the Resolute Offer, approximately 50.7% of the common shares of Fibrek. One of these shareholders, Fairfax Financial Holdings Limited (“**Fairfax**”), was also an insider of Resolute, holding approximately 18% of its common shares.

Fibrek’s board recommended that shareholders reject the Resolute Offer and adopted a rights plan. Resolute applied to the *Bureau de décision et de révision* (“**Bureau**”) to cease trade the rights plan. The Bureau cease traded the rights plan on February 9, 2012.

On February 10, 2012, Fibrek’s board announced it had negotiated with Mercer International Inc. (“**Mercer**”) the terms of a superior offer (“**Mercer Offer**”) which contemplated the private placement of warrants to Mercer to acquire 32,320,000 common shares of Fibrek (“**Private Placement**”). The Private Placement was necessary to secure the Mercer Offer considering that the number of shares committed to the Resolute Offer under the irrevocable lock-up agreements made it unlikely that the bid would succeed even at a higher bid price. The Mercer Offer represented, as subsequently raised, a premium of 40% over the Resolute Offer.

²⁷ 2010 BCSECCOM 233 and 2010 BCSECCOM 432.

²⁸ 2010 BCSECCOM 494.

Resolute subsequently applied to the Bureau to cease trade the Private Placement, and the Bureau issued the cease trade order on February 23, 2012. The Bureau interpreted the guidance provided in NP 62-202 and held that even though the board's role was to maximize value for its shareholders, it was ultimately for the shareholders to decide whether to accept or reject the bid. The Bureau concluded that at the time the warrants were issued in favor of Mercer, the majority of Fibrek shares had been committed to the Resolute Offer. The Bureau declared the Private Placement to be abusive. In its decision, the Bureau gave broad consideration to the interests of the shareholders committed under the irrevocable lock-up agreements. In this respect, some commentators have noted that the Bureau did not take into account the fact that Fairfax was conflicted, being a shareholder of both the target and the bidder.

While directors appeared to have efficiently and without evidence of conflict exercised their fiduciary duty towards the corporation to the benefit of all shareholders, cease-trading the Private Placement ended the auction process and prevented the minority shareholders of Fibrek to decide in which bid to tender and to benefit from a higher offer from Mercer.

The comments that were made on this decision have emphasized the need to re-evaluate without further delay our regulatory framework and address all defensive tactics.

3. Analysis

In this section, we will discuss the reasons why we believe that our take-over bid regime and the guidance in NP 62-202 should be reviewed to better respond to current market realities.

We have three main concerns with the current take-over bid regime and interpretation of NP 62-202. First, we believe that our take-over bid regime has become too bidder friendly, thereby contravening its stated objective of neutrality between bidders and target boards and their management.

Second, the guidance provided in NP 62-202 limits the ability of target boards and management facing an unsolicited take-over bid to contemplate measures other than the sale of the corporation, even if these measures could maximize security holder value in the long-term.

Third, we believe that our take-over bid regime is structurally coercive because security holders are required to act individually. They may feel pressured to tender their securities to a bid they do not support, or sell into the market, to ensure they are not left behind, notably in the event the minimum tender condition is waived to allow the take-up and payment of the deposited securities.

We believe that these concerns warrant a policy review by Regulators as to the appropriate approach to regulate defensive tactics. The current approach, in our view, no longer reflects the legal and economic environment and market practices respecting unsolicited take-over bids.

Protecting the *bona fide* interests of target security holders is a core principle of our take-over bid regime and the foundation of NP 62-202. This policy is meant to address the over-arching concern that the interests of boards and management of targets may not be aligned with those of

security holders and that boards and management may implement defensive tactics that deny security holders the right to respond to a bid.

In 1987, Mr. Stanley Beck indicated that

“[m]anagement’s conflict of interest position in a takeover context is...beyond dispute. It is a trite point that jobs and careers are often at stake.”²⁹

Although this situation is still a legitimate concern for Regulators today, we believe that the result of the current interpretation of NP 62-202 goes beyond ensuring an open and even-handed auction process and in effect virtually mandates the sale of corporations.

In order to restore neutrality between bidders and target boards, we would opt for an approach that alleviates the coercion embedded in our take-over bid regime, as well as give appropriate deference to the exercise by directors of their fiduciary duty.

Such deference would be based on the implementation of measures to manage conflicts of interest and the demonstration of the appropriate degree of competence and skill, including careful and informed deliberation that is expected from directors as part of their duty of care.

3.1 Role of directors

We reviewed the role of directors of corporations under the *Canada Business Corporations Act*³⁰ (“CBCA”) and the *Québec Business Corporations Act*³¹ (“QBCA”) in their consideration of fundamental changes like share capital amendments³², amalgamations³³, continuance³⁴, sale of all or substantially all the property of a corporation³⁵ and arrangements³⁶.

Directors are elected by security holders with the assurance that they will discharge their duty with care and loyalty. While the duty of care commands that directors have the appropriate degree of competence and skill required to carry out their functions, the duty of loyalty commands that they act honestly and in good faith in the best interests of the corporation. Whether directors decide on the daily affairs of the corporation or on fundamental changes to the business, mergers and acquisitions, or friendly or unsolicited take-over bids, their duty remains the same.

Corporate statutes assign primary oversight to the board of directors for fundamental transactions changing the corporation’s structure and business, such as mergers or sales of all assets. Some of these transactions are used to achieve a change of control. However, in contrast with a take-over bid, these transactions are only submitted to security holder approval if the board first approves

²⁹ *Supra* note 12 at 123.

³⁰ RSC, 1985, c C-44.

³¹ RSQ, c S-31.1.

³² ss. 90 and 91 QBCA and s. 173 CBCA.

³³ s. 276 QBCA and s. 181 CBCA.

³⁴ ss. 288, 289 and 290 QBCA and s. 187 CBCA.

³⁵ ss. 271 and 272 QBCA and s. 189 CBCA.

³⁶ ss. 414 to 420 QBCA and s. 192 CBCA.

them. In take-over bids, the offer is made directly to security holders, and the role of directors is limited to evaluating the terms of the bid, recommending to security holders that they accept or reject the bid and disclosing the reasons for the recommendation.

In our current take-over bid regime and as a result of the interpretation of NP 62-202, directors do not have the necessary tools to act on their recommendation except for the sale of the target through an auction process. In order to restore the stated objective of neutrality between bidders and target boards, we believe that we should reconsider the role that the current regime allows directors to play in take-over bids.

3.2 Deference to decisions of target boards

When target corporations are faced with unsolicited bids, Regulators have generally interpreted NP 62-202 in a manner that encourages unrestricted auctions to benefit security holders. However, the decision by the Supreme Court of Canada in BCE clarified the understanding of director's duties when corporations are put "in play".

The fiduciary duty of directors to a corporation

"...is a broad, contextual concept. It is not confined to short-term profit or share value. Where the corporation is an ongoing concern, it looks to the long-term interests of the corporation. The content of this duty varies with the situation at hand. At a minimum, it requires the directors to ensure that the corporation meets its statutory obligations. But, depending on the context, there may also be other requirements. In any event, the fiduciary duty owed by directors is mandatory; directors must look to what is in the best interests of the corporation.

...In considering what is in the best interests of the corporation, directors may look to the interests of, *inter alia*, shareholders, employees, creditors, consumers, governments and the environment to inform their decisions."³⁷

In addition, the Court made the following statement:

"[t]here is no principle that one set of interests — for example the interests of shareholders — should prevail over another set of interests."³⁸

As mentioned earlier, Regulators have attempted in recent decisions to challenge the traditional auction paradigm. In *Pulse Data*, rendered before BCE, the ASC considered the target board's fiduciary duty in its analysis. In *Neo*, the OSC referred to BCE by invoking the business judgment rule, and determined that there was no evidence that the process undertaken by the board of Neo in adopting the rights plan and deciding not to solicit alternative bids was not in the best interests of the corporation and its shareholders. In *Lions Gate*, the minority reasons stated that a board of directors' decision not to seek alternative transactions should not automatically lead Regulators to cease trade a rights plan.

³⁷ *Supra* note 4 at 38 and 40.

³⁸ *Ibid.* at 84.

The views expressed in these decisions embody the principles reiterated in BCE:

“Provided that... the directors’ decision is found to have been within the range of reasonable choices that they could have made in weighing conflicting interests, the court will not go on to determine whether their decision was the perfect one.”³⁹

We propose to reconsider the role of directors facing unsolicited take-over bids by giving appropriate deference to their actions and decisions. To give such deference, we would examine the context in which the take-over bid takes place, the process followed by directors and the basis for their recommendation to security holders. When appropriate safeguard measures are effectively implemented and monitored by boards and their independent advisers, this should provide reasonable assurance that directors’ decisions are not tainted by conflicts of interest.

3.3 Corporate governance standards and security holders’ involvement

Since NP 62-202 was adopted, corporate governance standards have substantially improved, reducing the risk for conflicts of interest of boards and management. Also, security holders have, and increasingly use, the tools available to them under corporate law to efficiently advance their interests and as a result, directors’ actions and decisions are scrutinized more than ever before.

3.3.1 *Evolution of corporate governance and remedies*

The significant improvements in corporate governance standards since 1986 must be acknowledged.

The “Dey Report”⁴⁰ released in 1994, which suggested 14 best-practice guidelines for boards of directors, was the first step towards major improvements in corporate governance.

Building on the Dey Report, National Instrument 58-101 *Disclosure of Corporate Governance Practices*⁴¹ and National Policy 58-201 *Corporate Governance Guidelines*⁴², adopted in 2005, increased transparency regarding the nature and adequacy of issuers’ corporate governance practices. National Instrument 52-110 *Audit Committees*⁴³ has set, among other things, standards for determining independence of directors on audit committees.

Multilateral Instrument 61-101 *Protection of Minority Security Holders in Special Transactions*⁴⁴ (“MI 61-101”) and its predecessors have institutionalized the role of independent committees in the review of conflicts of interest transactions under securities legislation. MI 61-101 imposes additional procedural requirements such as minority security holder approval and independent director oversight whether it is an insider bid or corporate voting related party transaction.

³⁹ *Ibid.* at 112.

⁴⁰ Committee on Corporate Governance in Canada, Toronto Stock Exchange, *Where Were the Directors* by Peter Dey (Toronto, 1994).

⁴¹ In Québec, *Regulation 58-101 respecting Disclosure of Corporate Governance Standards*, c. V-1.1, r. 32.

⁴² In Québec, *Policy Statement 58-201 to Corporate Governance Guidelines*, Decision 2005-PDG-0363, 2005-11-15.

⁴³ In Québec, *Regulation 52-110 Respecting Audit Committees*, c. V-1.1, r.28.

⁴⁴ In Québec, *Regulation 61-101 respecting Protection of Minority Security Holders in Special Transactions*, c. V-1.1, r. 33.

The impact of MI 61-101 on transactional practices has been noticeable. Independent directors, supported by independent legal and financial advisers, are routinely implicated in mergers and acquisitions involving potential conflicts of interests for directors. Target boards also regularly rely on independent or special committees to make an independent assessment of a bid and to ultimately assist target security holders in deciding to accept or reject the bid.

The Toronto Stock Exchange recently amended its Company Manual to require that security holders elect directors annually, on an individual basis, and that listed issuers disclose in their management information circular whether they adopted a majority voting policy for the election of directors or, if they did not, explain their practices or why they did not adopt the policy.

Moreover, a large number of institutional investors have joined forces and formed the Canadian Coalition for Good Governance in 2003 to promote good governance practices in the companies in which they invest. Their actions led to tangible improvements in governance practices. Also, organisations like the Institute of Corporate Directors, the *Collège des administrateurs de sociétés* and other training programs designed almost exclusively for directors now contribute to training and raising the sense of accountability of corporate directors.

In addition, corporate statutes across Canada provide shareholders with effective tools to discipline directors and management. Shareholders who represent a prescribed percentage of the corporation's voting equity can compel a special shareholders' meeting for any purpose⁴⁵, including the removal of directors from office⁴⁶ and the proposal of new directors for an election⁴⁷. Canadian statutes further provide for shareholder recourse under the oppression remedy if directors exercise their powers in an oppressive or unfairly prejudicial manner⁴⁸.

Finally, proposals submitted by shareholders over the past years have resulted in important changes in governance practices as some of the most senior Canadian issuers have implemented, for instance, "say-on-pay" policies.

3.3.2 Shareholder activism

Security holders are becoming increasingly knowledgeable of the tools they have to discipline boards and management. They have become more vocal and willing to disagree with boards and management, and proxy contests have become an integral part of the Canadian capital markets. Hedge funds and other institutional investors with sufficient ownership, sophistication and resources are now active participants in the Canadian capital markets.

Over the last five years, it was estimated that, on average, over 20 proxy contests were launched annually in Canada. Security holders increasingly play an active role in imposing discipline on underperforming corporations and, as such, act as motivated representatives to a diversified base of security holders.

⁴⁵ s. 208 QBCA and s. 143 CBCA.

⁴⁶ s. 144 QBCA and s. 109 CBCA.

⁴⁷ s. 198 QBCA and s. 137 CBCA.

⁴⁸ s. 450 QBCA and s. 241 CBCA.

The cases of Canadian Pacific Railway Limited (“CP”) and Magna International Inc. (“Magna”) are recent demonstrations of effective shareholder intervention.

The campaign led by Bill Ackman against directors of CP through his hedge fund firm Pershing Square Capital Management LP led to concrete results. Five of CP’s directors resigned from office before the annual general meeting of shareholders, during which CP shareholders voted in favour of director nominees put forth by Mr. Ackman, supported by both the Ontario Teachers’ Pension Plan Board and the Canada Pension Plan Investment Board.

At the 2011 annual meeting of Magna, institutional investors “abstained” from voting for the three directors that formed the independent committee mandated to examine the plan of arrangement that eliminated Magna’s multiple voting shares. They further requested that the voting results be made public, including through a lawsuit filed with the Ontario Superior Court. As a result, these three directors did not seek reelection at the 2012 annual meeting.

Finally, it is worth mentioning that two significant shareholders of Rona Inc. (“Rona”), *Caisse de dépôt et placement du Québec* and Invesco Canada Ltd., recently forced several changes to the composition of the board of directors, including the appointment of a new Chairman. These changes were brought about following the announcement by Lowe’s Companies, Inc. of its intention to acquire control of Rona, which further underscored Rona’s underperformance in recent years.

The increasing volume of security holders’ activity clearly demonstrates that they have and use available remedies to challenge directors and this trend is likely to continue.

3.4 Ability of hedge funds and other arbitrageurs to exert significant influence on the sale of target corporations

Under our current take-over bid regime, an offeror can subject its bid to a number of conditions, generally to its benefit. The offeror will be bound to take up and pay for the securities tendered to its bid only if these conditions are complied with or waived. At the time the take-over bid is commenced, its outcome is difficult to predict, and the level of unpredictability depends on the nature and number of conditions contained in the bid. The minimum number of securities required to be tendered by target security holders is viewed as one of the key conditions of any bid.

This unpredictability has always had an impact on the security holders of target corporations and in some cases, an effect on their decision to keep their securities until the completion of the take-over bid. Those who decide not to keep their securities will sell them.

The sale and purchase of target securities in the market after the announcement of a take-over bid, and often at a discount to the bid price, is not a new phenomenon. However, over the last decade, it has been amplified by the emergence of hedge funds and other arbitrageurs. Some commentators have noticed that the volume of share transactions of target corporations can increase by as much as 40% within the first 5 days following the announcement of a take-over

bid, often irrespective of any preliminary indication of acceptance of the bid by target boards, and before the formal board recommendation.

The unpredictable outcome of a take-over bid is exacerbated by the coercion effect embedded in our take-over bid regime. This coercion gives the offeror in an unsolicited take-over bid a strategic advantage over target security holders who are required to act individually in deciding whether or not to tender their securities to the bid. Target security holders may feel pressured to tender their securities to a bid they do not support, or sell into the market, to ensure that they are not left behind, notably in the event the minimum tender condition is waived to allow the take-up and payment of the deposited securities. This is also relevant in the context of partial bids, where the probability to be left with an insignificant part of the ownership of the corporation is higher.

In the current regulatory environment, hedge funds and other arbitrageurs who acquire target securities in the market position themselves to strongly influence the outcome of bids and ensure that target corporations are either sold to the initial offeror or to a subsequent offeror at a higher consideration. These investors acquire target securities with a short-term investment horizon, giving little consideration to the interests of the corporation in which they invest. They are the ones who will effectively tender their newly acquired securities with the intent of obtaining the highest possible value, or will vote against a tactical rights plan implemented by target boards that could delay or even jeopardize the realization of their profit. It is therefore unlikely that they will support any measure proposed by target directors in the exercise of their fiduciary duty, other than an auction resulting in the sale of the target corporation.

4. Alternative approach under the AMF Proposal

An important principle underlying our take-over bid regime is that it should favor neither the bidder nor target boards and management. However, as indicated earlier, the result of the current interpretation of NP 62-202 leads almost inevitably to the auction of target corporations, making our take-over bid regime too bidder friendly.

The primary objective of the AMF Proposal is to restore regulatory balance between bidders and target boards and update the policy framework of our take-over bid regime to reflect the current legal and economic environment and market practices respecting unsolicited take-over bids. We therefore propose to reconsider the current approach to defensive tactics embedded in NP 62-202 and introduce two significant changes to our take-over bid regime.

4.1 Changes to NP 62-202

The underlying principle of our take-over bid regime is that a take-over bid is an offer made directly to security holders who ultimately decide how they wish to respond to it. In this context, directors cannot adopt defensive measures that will likely result in denying security holders the ability to tender their securities to a bid. As a result, the interpretation of NP 62-202 gives little deference to the exercise by directors of their fiduciary duty when they adopt a defensive tactic.

NP 62-202 states that

“[i]n considering the merits of a take-over bid, there is a possibility that the interests of management of the target company will differ from those of its shareholders.”

This possibility existed when NP 62-202 was adopted and still exists today. However, we believe that if the concern with conflicts of interest were addressed, appropriate deference should be given to the manner in which boards discharge their fiduciary duty and implement defensive measures that could contribute to maximize the value of corporations and, ultimately, the value for security holders.

We are of the view that unless security holders are deprived from considering a *bona fide* offer because the board has inadequately managed its conflicts of interest or those of management, and absent unusual circumstances that demonstrate an abuse of security holders' rights or that negatively impact the efficiency of capital markets, Regulators should consider that defensive tactics are not prejudicial to the public interest and limit their intervention accordingly.

We are also of the view that it would be appropriate to consider, among other things, certain facts in assessing the reasonableness of the target corporation board's actions in proposing or implementing a defensive measure, for instance:

- the establishment of a special committee of independent directors with the mandate to consider and review the bid and make a recommendation to the board;
- the appointment of independent financial and legal advisers to assist the special committee in fulfilling its mandate;
- the conclusion of the special committee and the board that, based on their review of the bid and on the advice of legal and financial advisers, it is in the best interests of the corporation to implement a defensive measure;
- the completeness of the disclosure provided to security holders in the directors' circular, and any other form of communication used by target directors, on the process followed to provide their recommendation and their reasons in support of the defensive measure.

The guidance to be proposed would complement the appropriate degree of competence and skill, including careful and informed deliberation that directors are expected to demonstrate as part of their duty of care.

Self-dealing and conflicts of interest can be properly addressed through policy making and Regulators, in the exercise of their public interest jurisdiction, can challenge actions of boards that are considered abusive. The decision of the OSC in *Magna International Inc.*⁴⁹ illustrates our opinion and further provides a summary of the case law on point:

“It is not our principal jurisdiction to assess or determine whether directors have complied with their fiduciary duties in connection with a proposed transaction. The Commission has, however, in a number of decisions, when applying its public interest jurisdiction or other provisions of applicable Ontario securities law,

⁴⁹ (2011), 34 OSCB 1290.

considered the role and process followed by a board of directors or a special committee of independent directors in reviewing and approving a transaction or matter (see, for instance, *Re Standard Trustco Ltd. et al* (1992), 6 B.L.R. (2d) 241, *YBM, supra*, *Re Sears Canada, supra*, *Re AiT Advanced Information Technologies Corp.* (2008), 31 OSCB 712, *Re Rowan* (2008), 31 OSCB 6515 and *Re Neo Material Technologies Inc.* (2009), 32 OSCB 6941). In *Re Hudbay Minerals Inc.* (2009), 32 OSCB 1044, we stated that '[t]hese kinds of issues are not solely matters for the courts'.⁵⁰

We are aware that a policy does not constitute a legal requirement and that administrative tribunals are not bound by the *stare decisis* principle. However, in order to provide a level of predictability to market participants and to clarify the context in which policy objectives are applied, we would propose to replace NP 62-202 with a new policy.

The proposed approach of this new policy on defensive tactics would be to give appropriate deference to the manner in which boards discharge their fiduciary duty. To achieve this, the new policy would clearly recognize the directors' fiduciary duty to the corporation in responding to unsolicited take-over bids and would redefine Regulators' intervention on the ground of public interest, within the parameters described above.

4.2 Changes to the take-over bid regime

The current standard form of rights plans contains "permitted bid" provisions that include, among other elements, an irrevocable minimum tender condition and a bid extension following the public announcement that the minimum tender condition has been met. These provisions are meant to address the structural coercion of our take-over bid regime.

However, bidders do not generally comply with these conditions that prevent the triggering of rights plans. Bidders rely on the fact that rights plans will eventually be cease traded by Regulators and their bids will remain open to target security holders.

To compel bidders to comply with these provisions, we suggest adopting them in our take-over bid regime so that they become mandatory for all bids.

An irrevocable minimum tender condition for bids on all securities of a class, and for any partial bids, of more than 50% of the outstanding securities owned by persons other than the offeror and those acting in concert with it would be akin to a collective "voting mechanism". It would serve to mitigate, if not eliminate, the pressure to tender as the bid can only succeed if a majority of "independent" security holders in effect "vote" for the bid, irrespective of how many securities are taken-up at the end of the process.

To complement this "voting mechanism", our take-over bid regime would provide that the bid be extended for an additional 10 days following the public announcement that more than 50% of the

⁵⁰ *Ibid.* at 198.

outstanding securities owned by persons other than the offeror and those acting in concert with it have been tendered.

This extension would give less sophisticated or indecisive security holders the opportunity to take into account the tender by security holders who have the resources and expertise to evaluate the terms of a bid. Less sophisticated or indecisive security holders would not be pressured to sell in the market or to the bidder for fear of being left as part of a minority.

We believe the two suggested changes allowing security holders to essentially “vote” on a given offer become an effective substitute to the security holders’ approval of a rights plan, or of an amendment to an existing rights plan, under the CSA Proposal. Also, these changes would have the benefit of applying to all bids, not only those triggering a rights plan.

We are of the view that any action to correct gaps in our take-over bid regime should be addressed directly by Regulators. From a policy perspective, the protection of security holders’ *bone fide* interests would remain at the core of our take-over bid regime and structural coercion would be mitigated. From a market perspective, bidders may be more inclined to negotiate with target boards or provide greater premiums to security holders to ensure the success of their bid.

Request for comment

We welcome your general comments on the AMF Proposal and its anticipated effects, as well as comments on the following specific questions:

1. If proper safeguard measures to manage conflicts of interest are put in place and there exists no circumstance that demonstrates an abuse of security holders’ rights or a negative impact of the efficiency of capital markets, do you agree that Regulators should give appropriate deference to the decision of target boards to implement a defensive measure?
2. Do you think giving appropriate deference to directors in the exercise of their fiduciary duty will negatively impact the ability of target security holders to tender their securities to an unsolicited take-over bid?
3. Should directors, in the exercise of their fiduciary duty, be able to implement a rights plan or any other defensive measure to fend off an unsolicited take-over bid?
4. Is it appropriate for Regulators to provide guidance as to appropriate safeguard measures generally recognized as effective in mitigating the inherent conflicts of interest of directors facing an unsolicited take-over bid? If you agree, are you of the view that these measures should be in a policy or in a rule?
5. Do you have any suggestions of effective measures to manage conflicts of interest of directors?
6. Do you believe that security holders generally have the appropriate tools to discipline directors?

7. Do you agree that our proposed changes to the take-over bid regime to add the irrevocable minimum tender condition and the extension of the bid would contribute to allow target security holders to make a voluntary, undistorted collective decision to sell?
8. Do you believe that the AMF Proposal would enhance investor protection against unfair, improper or fraudulent practices and promote the efficiency of capital markets?
9. Are there other amendments to address gaps in our take-over bid regime that we should contemplate?

Please explain your answers.

How to provide your comments

We are publishing this consultation paper for a 90-day comment period. Please provide your comments in writing to the address that follows by June 12, 2013. Regardless of whether you are sending your comments by email, you should also send or attach your submissions in an electronic file in Microsoft Word.

Anne-Marie Beaudoin, Corporate Secretary
Autorité des marchés financiers
Tour de la Bourse
800, square Victoria
C.P. 246, 22^e étage
Montréal, Québec H4Z 1G3
Fax: (514) 864-6381
E-mail: consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

We cannot keep submissions confidential because we may publish a summary of the written comments received during the comment period.

Questions

Please refer your questions to any of:

Sandrine Tremblay
Senior Securities Analyst
Autorité des marchés financiers
(514) 395-0337, ext. 4425
sandrine.tremblay@lautorite.qc.ca

Rosetta Gagliardi
Senior Policy Advisor
Autorité des marchés financiers
(514) 395-0337, ext. 4462

rosetta.gagliardi@lautorite.qc.ca

Projets de règlements

Loi sur les valeurs mobilières
(L.R.Q., c. V-1.1, a. 331.1, par. 1°, 3°, 4.1°, 8°, 11°, 21° et 34° et a. 331.2)

Règlement 62-105 sur les régimes de droits des porteurs et ses concordants

Avis est donné par l'Autorité des marchés financiers (l'« Autorité »), que, conformément à l'article 331.2 de la *Loi sur les valeurs mobilières*, L.R.Q., c. V-1.1, les règlements suivants dont le texte est publié ci-dessous, pourront être pris par l'Autorité et ensuite soumis au ministre des Finances pour approbation, avec ou sans modification, à l'expiration d'un délai de 90 jours à compter de leur publication au Bulletin de l'Autorité :

- *Règlement 62-105 sur les régimes de droits des porteurs;*
- *Règlement modifiant le Règlement 41-101 sur les obligations générales relatives au prospectus;*
- *Règlement modifiant le Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue;*
- *Règlement modifiant le Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat.*

Vous trouverez également ci-dessous les projets d'instructions générales suivants :

- *Instruction générale relative au Règlement 62-105 sur les régimes de droits des porteurs;*
- *Modification de l'Instruction générale 62-203 relative aux offres publiques d'achat et de rachat.*

Nous proposons aussi d'apporter des modifications corrélatives à l'*Avis 62-202 relatif aux mesures de défense contre une offre publique d'achat*.

Consultation

Toute personne intéressée ayant des commentaires à formuler à ce sujet est priée de les faire parvenir par écrit au plus tard le **12 juin 2013**, en s'adressant à :

M^e Anne-Marie Beaudoin
Secrétaire générale
Autorité des marchés financiers
800, square Victoria, 22^e étage
C.P. 246, tour de la Bourse
Montréal (Québec) H4Z 1G3
Télécopieur : (514) 864-6381
Courrier électronique : consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

Renseignements additionnels

Des renseignements additionnels peuvent être obtenus en s'adressant à :

Rosetta Gagliardi
Conseillère en réglementation
Autorité des marchés financiers
514-395-0337, poste 4462
Numéro sans frais : 1 877 525-0337
rosetta.gagliardi@lautorite.qc.ca

Sandrine Tremblay
Analyste-expert en financement des sociétés
Autorité des marchés financiers
514-395-0337, poste 4425
Numéro sans frais : 1 877 525-0337
sandrine.tremblay@lautorite.qc.ca

Le 14 mars 2013



Avis de consultation

Projet de Règlement 62-105 sur les régimes de droits des porteurs

Projet d'Instruction générale relative au Règlement 62-105 sur les régimes de droits des porteurs

Projets de modifications corrélatives

Le 14 mars 2013

INTRODUCTION

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les **ACVM** ou **nous**) publions pour une période de consultation de 90 jours le projet de *Règlement 62-105 sur les régimes de droits des porteurs* (le **projet de règlement**) et le projet d'*Instruction générale relative au Règlement 62-105 sur les régimes de droits des porteurs* (le **projet d'instruction**).

Nous proposons aussi d'apporter des modifications corrélatives, d'une part, à l'*Avis 62-202 relatif aux mesures de défense contre une offre publique d'achat* (l'**Avis 62-202**)¹ et à l'*Instruction générale 62-203 relative aux offres publiques d'achat et de rachat* (l'**Instruction générale 62-203**) et, d'autre part, au *Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat* (le « **Règlement 62-104** »), à la *Rule 62-504 Take-Over Bids and Issuer Bids* de la CVMO (la « **Rule 62-504** »), au *Règlement 41-101 sur les obligations générales relatives au prospectus* (le « **Règlement 41-101** ») et au *Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue* (le « **Règlement 51-102** ») (collectivement, les **modifications corrélatives**).

Le projet de règlement, le projet d'instruction et les modifications corrélatives (les **projets de textes**) ne concernent que les régimes de droits des porteurs (les **régimes de droits**). Les projets de textes s'inscrivent dans le cadre de l'examen continu des mesures de défense, comme les placements privés pendant les offres publiques d'achat (OPA), que les ACVM ont entrepris. Cet examen sera l'occasion, pour leur personnel, d'étudier de possibles modifications de l'Avis 62-102 et du régime des OPA.

Les projets de textes instaurent une réglementation applicable aux régimes de droits dans l'ensemble des territoires représentés au sein des ACVM. De manière générale, le projet

¹ Ailleurs au Canada, l'*Instruction générale 62-202, Les mesures de défense contre une offre publique d'achat*.

de règlement permettra de conserver les régimes de droits adoptés par le conseil d'administration des émetteurs, pourvu qu'ils soient approuvés par la majorité des porteurs dans certains délais, ce qui modifierait la position actuelle des autorités de réglementation à l'égard des régimes de droits. Actuellement, au Canada, les autorités accueillent généralement dans un certain délai les demandes d'interdiction d'opérations sur valeurs que les initiateurs d'OPA hostiles leur présentent pour rendre un régime de droits inopérant.

En proposant le projet de règlement, nous souhaitons répondre aux préoccupations quant à la capacité limitée des émetteurs de répondre à des OPA non sollicitées, c'est-à-dire hostiles, lorsqu'ils adoptent un régime de droits, tout en veillant à ce que la majorité des actionnaires appuie le régime proposé par la direction. Comme nous l'expliquons dans le projet d'instruction, les autorités en valeurs mobilières ne prononceront d'interdiction d'opérations dans l'intérêt public à l'égard de régimes adoptés conformément au projet de règlement que si l'émetteur visé agit en contravention des principes fondamentaux de celui-ci ou si un autre motif d'intérêt public qui n'est pas prévu par celui-ci se fait jour. Par conséquent, en vertu du projet de règlement, elles n'appliqueraient plus à l'examen des régimes de droits, de manière générale, le principe voulant qu'« il vient un moment où la pilule doit cesser de produire ses effets ».

Actuellement, les bourses ont des règles prévoyant que les régimes de droits doivent être approuvés à la majorité des actionnaires dans un délai de six mois suivant leur adoption. Les autorités en valeurs mobilières peuvent aussi examiner ces régimes dans l'intérêt public, puisqu'il s'agit de mesures de défense, en s'appuyant sur les indications contenues dans l'Avis 62-202 et les principes tirés des décisions qu'elles ont rendues à l'égard de régimes de droits sur le fondement de cet avis. La mise en œuvre du projet de règlement et du projet d'instruction nécessitera donc d'apporter des modifications corrélatives à l'Avis 62-202 pour soustraire les régimes de droits à son application générale et, au besoin, des modifications aux règles des bourses applicables à ces régimes. Nous discutons avec la Bourse de Toronto et la Bourse de croissance TSX du calendrier de mise en œuvre et de la publication d'éventuelles modifications des règles d'inscription à la cote. Signalons enfin que nous pourrions proposer ultérieurement d'autres modifications de l'Avis 62-202 dans le cadre de notre examen des autres mesures de défense.

Les projets de textes sont publiés avec le présent avis et diffusés sur les sites Web des membres des ACVM, dont les suivants :

www.lautorite.qc.ca
www.albertasecurities.com
www.bsc.bc.ca
www.msc.gov.mb.ca
www.gov.ns.ca/nssc
www.nbsc-cvmnb.ca
www.osc.gov.on.ca
www.sfsc.gov.sk.ca

CONTEXTE

1. Nature et objet des régimes de droits

Les régimes de droits sont une mesure de défense souvent adoptée par les conseils d'administration en prévision d'une OPA hostile² ou en réponse à celle-ci. Ils prévoient généralement l'émission de droits qui permettent aux actionnaires de la société visée, exception faite de tout initiateur potentiel, d'acquérir des actions supplémentaires de la société à un prix nettement inférieur à leur cours si un seuil déterminé de participation est atteint (habituellement 20 % d'une catégorie d'actions de participation). Ces régimes dissuadent l'initiateur potentiel de lancer une OPA parce que l'exercice des droits rend exorbitante l'acquisition des actions de la société visée. Ainsi, dans la pratique, lorsqu'un régime de droits existe, l'initiateur ne peut prendre livraison des actions en vertu de l'offre que si le conseil de la société visée renonce au régime ou rachète les droits émis en vertu de celui-ci ou qu'un tribunal ou un organisme de réglementation annule le régime ou prononce une interdiction d'opérations à son égard. En général, au Canada, l'initiateur d'une OPA hostile demande aux autorités en valeurs mobilières de prononcer une interdiction d'opérations à l'égard du régime parce qu'elles ont l'habitude de le faire un certain temps après le lancement de l'offre.

Au Canada, la plupart des régimes de droits prévoient les conditions auxquelles l'initiateur peut faire une « offre permise » aux actionnaires de la société visée sans en déclencher l'application : *i*) il doit maintenir son offre pendant un délai minimum (habituellement 60 jours), *ii*) il n'est autorisé à acquérir des actions en vertu de l'offre que si la majorité des actions d'autres personnes ont été déposées et *iii*) il est tenu de prolonger son offre de 10 jours suivant la prise de livraison des premières actions.

Les régimes de droits peuvent avoir différents objectifs. Premièrement, ils servent à limiter les acquisitions graduelles de titres de la société visée au moyen d'opérations effectuées dans le cours normal des activités ou d'opérations privées qui sont dispensées des règles de la législation en valeurs mobilières en matière d'« offres formelles ».

Deuxièmement, ils peuvent servir à encourager les éventuels initiateurs d'OPA hostiles à se conformer aux clauses relatives aux « offres permises ».

Troisièmement, ils peuvent servir à retarder les OPA hostiles pour donner au conseil de la société visée le temps d'y répondre et d'optimiser la valeur pour les actionnaires.

Quatrièmement, ils donnent au conseil de la société visée des moyens pour négocier avec l'initiateur.

Cinquièmement, les régimes de droits qui ne contiennent pas de clauses relatives aux « offres permises » obligerait l'initiateur, en l'absence d'intervention réglementaire, à

² Dans le présent avis, on entend par « OPA hostile » une offre publique non sollicitée que le conseil d'administration de la société visée n'approuve pas.

se lancer dans une course aux procurations pour remplacer le conseil de la société visée par un conseil plus disposé, sous réserve de son obligation fiduciaire envers la société, à racheter les droits émis en vertu d'un régime et à permettre la présentation de l'offre aux actionnaires.

2. Encadrement réglementaire actuel des régimes de droits au Canada

a) Aperçu de la position des bourses et des autorités de réglementation

Au Canada, l'adoption d'un régime de droits est assujettie aux règles applicables des bourses qui exigent l'approbation des actionnaires dans un certain délai. Cependant, si un émetteur adopte un régime de droits en prévision d'une OPA hostile ou en réaction à celle-ci, les bourses reportent généralement leur examen après celui des autorités en valeurs mobilières. En effet, que la société visée ait obtenu ou non l'approbation des actionnaires pour un régime de droits, les autorités en valeurs mobilières peuvent être saisies, sur demande, de son maintien en réaction à une OPA hostile. Elles appliquent alors les indications figurant dans l'Avis 62-202 et les principes tirés des décisions qu'elles ont rendues à l'égard de régimes de droits sur le fondement de cet avis.

b) Règles des bourses

Comme les régimes de droits peuvent entraîner l'émission de titres de capitaux propres, les bourses canadiennes en réglementent certains aspects et en approuvent l'adoption par les émetteurs cotés. En vertu des articles 634 à 637 du *Guide à l'attention des sociétés de la TSX*³, la Bourse de Toronto consent à l'adoption d'un régime de droits par un émetteur coté lorsque les conditions suivantes sont réunies :

i) l'émetteur coté dépose un projet de régime de droits auprès de la Bourse de Toronto avec une lettre indiquant les circonstances de l'adoption et les modalités du régime;

ii) le régime est soumis pour approbation à la majorité des voix exprimées par les actionnaires à une assemblée tenue dans les six mois suivant son adoption;

iii) l'approbation des actionnaires est obtenue à la majorité des voix lors d'un vote qui exclut celles de tout actionnaire dispensé de l'application du régime et lors d'un autre vote auquel celui-ci participe.

La Bourse de Toronto reporte sa décision de consentir à un régime de droits qui a été adopté en réponse à une OPA lancée ou envisagée parce que les autorités en valeurs mobilières pourraient être appelées à intervenir conformément à l'Avis 62-202. L'émetteur coté ne peut modifier le régime sans déposer le résumé des modifications proposées auprès de la Bourse de Toronto et sans obtenir le consentement de celle-ci.

³ La Bourse de croissance TSX a des règles analogues sur les régimes de droits.

Le personnel des bourses peut aussi vérifier et évaluer les modalités des régimes de droits dans une optique d'intégrité du marché. Par exemple, le *Guide à l'attention des sociétés de la TSX* indique les obligations supplémentaires que les émetteurs doivent remplir lorsqu'ils adoptent des régimes de droits comportant des seuils de déclenchement inférieurs à 20 % (le seuil de l'OPA) en réaction aux craintes que ces régimes ne soient utilisés à de mauvaises fins, par exemple pour contrecarrer une course aux procurations ou empêcher la cession d'un bloc de titres qui dépasse le seuil.

c) Position des ACVM à l'égard des régimes de droits

Actuellement, la position des ACVM à l'égard des régimes de droits repose sur les indications contenues dans l'Avis 62-202 et les principes tirés des décisions rendues en application de celui-ci. Les autorités en valeurs mobilières sont généralement saisies des régimes de droits quand l'initiateur demande une interdiction d'opérations pour des motifs d'intérêt public. L'autorité en valeurs mobilières du territoire dans lequel le siège de la société visée se situe étudie la demande en fonction des indications énoncées dans l'Avis 62-202 et de la jurisprudence pertinente et tient une audience au besoin.

i) L'Avis 62-202

Les ACVM ont publié l'Avis 62-202 en 1986⁴. Il indique les circonstances dans lesquelles les autorités en valeurs mobilières interviennent, pour des motifs d'intérêt public, afin de protéger les intérêts des actionnaires de la société visée contre une OPA. L'Avis 62-202 est une réponse au problème crucial que soulèvent les OPA hostiles, à savoir que les intérêts de la direction de la société visée ne coïncident peut-être pas avec ceux des actionnaires et que la direction peut prendre des mesures de défense qui empêchent les actionnaires de répondre à l'offre.

L'Avis 62-202 énonce certains principes fondamentaux concernant le régime des OPA et le rôle des mesures de défense, dont les suivants :

- les OPA jouent un rôle important dans l'économie, à la fois comme aiguillon pour les dirigeants des sociétés et comme moyen de favoriser une meilleure affectation des ressources économiques;
- dans l'appréciation d'une offre publique, il est possible que les intérêts de la direction de la société visée soient différents de ceux des actionnaires;
- l'objectif premier de la législation sur les OPA est la protection des intérêts des actionnaires de la société visée et l'objectif secondaire est de fournir un cadre dans lequel les OPA peuvent se dérouler ouvertement et équitablement;

⁴ L'Avis 62-202 remplace l'Instruction générale C-38, *Mesures de défense contre une offre publique*, révoquée en 1997.

- il ne convient pas d'établir un ensemble de règles de conduite précises pour les administrateurs, mais les autorités de réglementation interviendront si des mesures de défense portent atteinte aux droits des actionnaires;
- les enchères faites sans entrave donnent les meilleurs résultats dans les OPA et les autorités de réglementation interviendront si des mesures de défense risquent d'empêcher les actionnaires de répondre à une offre ou à une offre concurrente;
- l'approbation préalable d'une mesure défensive par les actionnaires pourra constituer une réaction satisfaisante à ces préoccupations.

L'Avis 62-202 s'applique à une grande variété de mesures de défense et ne traite d'aucune en particulier, comme les régimes de droits. Toutefois, les autorités en valeurs mobilières l'ont surtout appliqué à l'utilisation de régimes de droits par le conseil d'administration des sociétés visées.

ii) Application de l'Avis 62-202 aux régimes de droits

De manière générale, les autorités en valeurs mobilières s'appuient sur l'Avis 62-202 pour prononcer une interdiction d'opérations à l'égard d'un régime à la demande de l'initiateur lorsqu'il est peu probable qu'une offre ou une opération concurrente soit faite ou que le conseil d'administration de la société visée ne sollicite pas d'offres ni d'opérations concurrentes. Il ressort de leurs décisions écrites que les régimes de droits doivent être abandonnés une fois qu'ils ont atteint leur objectif « légitime » de maximiser le choix et la valeur pour les actionnaires en encourageant les offres ou les opérations concurrentes.

La principale question soulevée lors des audiences est de savoir combien de temps supplémentaire le conseil de la société visée devrait avoir pour solliciter des offres ou des opérations concurrentes après le délai minimal pour le dépôt qui est prévu par la législation en valeurs mobilières (actuellement 35 jours civils). Les autorités en valeurs mobilières ont relevé plusieurs facteurs pertinents pour répondre à cette question⁵.

Bien que leur analyse porte principalement sur le meilleur intérêt des actionnaires de la société visée, les autorités en valeurs mobilières reconnaissent que le cadre juridique applicable aux régimes de droits devrait être raisonnablement transparent et prévisible pour que les participants au marché, dont les émetteurs, les investisseurs et les initiateurs potentiels, puissent prendre des décisions éclairées lorsqu'une OPA hostile est lancée⁶.

Le cadre juridique doit par ailleurs être suffisamment souple pour tenir compte de circonstances particulières et permettre au conseil de la société visée de s'acquitter de son obligation fiduciaire⁷.

⁵ Voir en particulier *Re Royal Host Real Estate Investment Trust* (1999), 22 OSCB 7819.

⁶ Voir par exemple l'analyse dans *Re Cara Operation Limited and The Second Cup Limited* (2002) 25 OSCB 7997.

⁷ Voir *Re MDC Corporation and Regal Greetings & Gifts Inc.* (1994) 17 OSCB 4971.

Dans plusieurs affaires récentes, les autorités en valeurs mobilières ont imparti au conseil de la société visée davantage de temps pour organiser des enchères qu'elles n'en avaient accordé par le passé ou elles se sont appuyées sur l'approbation des actionnaires en réaction à une OPA pour ne pas interdire d'effectuer des opérations en vertu du régime de droits⁸.

3. Position à l'égard des mesures de défense aux États-Unis et au Royaume-Uni

On peut comparer la position des ACVM à l'égard des mesures de défense, notamment les régimes de droits, avec celle des tribunaux et des législatures des États des États-Unis et des organismes de réglementation du Royaume-Uni.

La capacité du conseil de la société visée de répondre aux OPA hostiles en adoptant un régime de droits ou d'autres mesures de défense varie grandement en vertu du droit applicable au Delaware et au Royaume-Uni.

En général, la position adoptée au Canada implique une intervention plus poussée des organismes de réglementation que ce que prévoit le régime du Delaware, mais elle est moins restrictive que le *Takeover Code* du Royaume-Uni (le *Takeover Code*).

On trouvera à l'Annexe A un résumé de la situation au Delaware et au Royaume-Uni.

4. Préoccupations relatives à la position actuelle des ACVM à l'égard des régimes de droits

a) Préoccupations de principe à l'égard de la position actuelle

Deux préoccupations de principe se dégagent relativement à la position actuelle des autorités en valeurs mobilières du Canada à l'égard des régimes de droits.

Premièrement, certains participants au marché estiment que cette position est plus favorable aux initiateurs qu'aux sociétés visées et à leurs actionnaires, qu'elle limite le pouvoir discrétionnaire du conseil d'administration et des actionnaires et qu'elle ne maximise pas nécessairement la valeur pour ces derniers. Certains d'entre eux ajoutent que la position actuelle contribue à la perte de sociétés canadiennes en rendant l'acquisition d'émetteurs plus facile au Canada que dans d'autres pays.

Ces participants au marché estiment en particulier que les autorités en valeurs mobilières du Canada interviennent peut-être trop tôt lorsqu'elles prononcent des interdictions d'opérations à l'égard des régimes de droits, c'est-à-dire, de manière générale, de 45 à 55 jours après le lancement d'une OPA. Certains jugent que ce délai prive le conseil des sociétés visées de moyens pour négocier avec les initiateurs d'OPA hostiles. Par

⁸ Voir par exemple *Re Pulse Data Inc.*, 2007 ABASC 895, *Re Neo Materials Technologies* (2009), 32 OSCB 6941 et *Re 1468860 Alberta Ltd [Canadian Hydro Developers]*, 2009 ABASC 448.

comparaison, les régimes de droits adoptés en vertu du droit du Delaware peuvent offrir une très longue période de protection (voir l'Annexe A).

En réaction à ces préoccupations, certains observateurs ont proposé que les autorités en valeurs mobilières retirent l'Avis 62-202 et cessent complètement de réglementer les mesures de défense contre les OPA. Ils préféreraient que les tribunaux les traitent comme une question d'obligation fiduciaire ou de droit des sociétés en matière d'abus.

Selon nous, cependant, les autorités en valeurs mobilières ont un rôle légitime à jouer dans la réglementation des OPA, parce que les mesures de défense ne devraient pas empêcher indûment les actionnaires de répondre à une offre ni dissuader indûment les initiateurs de lancer des OPA hostiles. Ce rôle est conforme aux règles détaillées de la législation en valeurs mobilières en matière d'OPA.

La seconde préoccupation de principe soulevée par la position actuelle à l'égard des régimes de droits est le problème de l'action collective qui se pose aux actionnaires quand ils doivent répondre à une OPA.

Les actionnaires peuvent déposer leurs actions ou non, mais ils ne peuvent pas agir collectivement en votant. Ils peuvent donc se sentir contraints de déposer leurs actions pour éviter d'en retarder le paiement ou de se retrouver avec une position minoritaire sur des actions peu liquides si l'initiateur n'acquiert pas la totalité des actions de la société visée.

Le problème de l'action collective donne à l'initiateur d'une OPA hostile un avantage stratégique sur les actionnaires, parce qu'ils peuvent se sentir contraints de déposer leurs actions même s'ils ne sont pas favorables à l'offre et ne souhaitent pas l'accepter⁹. Cette dynamique pourrait toutefois changer si les actionnaires étaient autorisés à prendre une décision collective sur le maintien d'un régime de droit en réaction à une OPA.

Ces deux préoccupations de principe sont au fondement du projet de règlement et du projet d'instruction.

b) Difficultés particulières de la position actuelle

Nous décrivons ci-dessous d'autres préoccupations soulevées par la position actuelle des autorités en valeurs mobilières à l'égard des régimes de droits.

i) Pouvoir discrétionnaire du conseil d'administration et des actionnaires

Du fait de leur position actuelle à l'égard des régimes de droits, les autorités en valeurs mobilières peuvent être amenées à se substituer, d'une part, au conseil d'administration

⁹ Le problème de l'action collective ne se présente pas lorsque l'opération est une fusion ou un arrangement qui nécessite un vote des actionnaires.

de la société visée, dans l'exercice de son pouvoir discrétionnaire d'agir conformément à ce qu'il estime être au mieux des intérêts des actionnaires en mettant en œuvre ou en maintenant un régime et, d'autre part, aux actionnaires de la société visée, dans l'exercice de leur pouvoir d'approuver ou de maintenir un régime s'ils considèrent que cela est au mieux de leurs intérêts.

La position actuelle écarte les éléments suivants :

1. Le conseil peut souhaiter maintenir stratégiquement un régime de droits pendant une période prolongée pour négocier une majoration du prix ou des conditions plus acceptables avec l'initiateur d'une OPA hostile (même s'il ne sollicite pas d'offre concurrente ou qu'il est peu probable qu'il y en ait une). Or l'initiateur sait que les autorités en valeurs mobilières prononcent généralement une interdiction d'opérations à l'égard du régime dans les 45 à 55 jours. Par conséquent, il n'a pas vraiment intérêt à négocier avec le conseil pour bonifier les conditions de son offre.
2. Il se peut que les actionnaires ne souhaitent pas recevoir certains types d'offres ou qu'ils souhaitent n'en recevoir aucune dans certains cas, notamment s'il s'agit d'offres partielles et d'offres faites par des actionnaires significatifs qui ne sont assujettis à aucune condition de dépôt minimal (ce qui peut se traduire par des situations dans lesquelles l'initiateur prend le contrôle sans payer la totalité de la prime). Dans ces circonstances, les actionnaires peuvent se sentir contraints de déposer leurs actions et rencontrer le problème d'action collective susmentionné.

Aux États-Unis, par comparaison, les régimes de droits peuvent demeurer en vigueur presque indéfiniment, sous réserve du droit des actionnaires de voter pour remplacer le conseil d'administration (quoique cela puisse s'étirer en longueur si le conseil est renouvelable par tranches ou que d'autres mesures de défense structurelles ont été prises).

ii) La position actuelle ne repose sur aucun examen des orientations réglementaires

La position actuelle des autorités en valeurs mobilières à l'égard des régimes de droits a été façonnée par les décisions rendues à l'issue d'audiences contestées et ne repose sur aucun examen de fond sur la bonne position à adopter en matière de réglementation des régimes de droits. Ces régimes étant apparus comme mesures de défense au Canada après la mise en œuvre de l'Avis 62-202, celui-ci n'en traite pas expressément.

Les décisions suivent généralement la décision rendue par la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario en 1992 dans l'affaire *Canadian Jorex*¹⁰. La Commission a statué [traduction] « [qu']il vient un moment où la pilule doit cesser de produire ses effets » (autrement dit, lorsqu'elle a atteint son unique objectif « légitime », qui est d'encourager les offres ou les opérations concurrentes). À noter que cette décision a été rendue dans des circonstances où l'interdiction d'opérations à l'égard du régime de droits a permis aux actionnaires de choisir entre deux offres concurrentes.

¹⁰ Voir la décision *Re Canadian Jorex Ltd.*, (1992) 15 OSCB 257.

Étant donné que la situation a passablement changé sur le marché et dans le domaine de la gouvernance depuis la publication de l'Avis 62-202 et la décision dans l'affaire *Canadian Jorex*, il serait souhaitable de reconsidérer les hypothèses qui sous-tendent la position actuelle des autorités en valeurs mobilières à l'égard des régimes de droits. Parmi les changements, signalons l'adoption de régimes de droits relativement normalisés comportant des clauses relatives aux « offres permises », la hausse des offres publiques transfrontalières, qui nécessitent davantage de temps pour obtenir une réponse du conseil d'administration, les changements dans les pratiques de gouvernance des conseils et la montée de l'activisme actionnarial.

L'évolution des régimes de droits est un indice de l'importance de l'activisme actionnarial. Auparavant moins favorables aux actionnaires, ils renferment désormais couramment des clauses relatives aux « offres permises ». Les actionnaires s'affirment de plus en plus sur plusieurs questions de gouvernance, comme le vote majoritaire et les votes consultatifs sur la rémunération de la haute direction, et ils lancent des campagnes de sollicitation de procurations dissidentes pour remplacer les administrateurs. Selon nous, il est juste que les actionnaires contribuent à établir la meilleure façon d'utiliser les régimes de droits, en collaboration avec le conseil d'administration et compte tenu de la situation de l'émetteur.

Étant donné ce qui précède, nous estimons qu'il convient de réexaminer les orientations réglementaires, ce qui a été fait dans le projet de règlement et le projet d'instruction.

iii) Risque de manque d'uniformité des décisions des autorités de réglementation

Étant donné que les décisions rendues à l'issue d'audiences contestées sont fonction des circonstances et de l'interprétation de l'Avis 62-202, il existe un risque de manque d'uniformité et d'imprévisibilité des décisions relatives aux régimes de droits rendues par les autorités en valeurs mobilières de différents territoires, voire du même territoire, mais à des époques différentes.

Ces variations peuvent résulter de divergences sur les principes fondamentaux, comme la pertinence de l'approbation des actionnaires en l'espèce, la pertinence de l'obligation fiduciaire du conseil d'administration lorsqu'il répond à une OPA hostile et l'importance du risque de coercition structurelle des actionnaires de la société visée par l'initiateur dans certains circonstances, car ces principes sont appliqués aux faits en l'espèce.

Nous estimons que le projet de règlement et le projet d'instruction pourraient réduire la probabilité que des décisions incompatibles soient rendues à l'égard des régimes de droits.

iv) Compatibilité avec l'obligation fiduciaire des administrateurs

Certains observateurs estiment que les interdictions d'opérations prononcées par les autorités en valeurs mobilières entravent indûment l'exercice du pouvoir discrétionnaire du conseil d'administration de la société visée dans l'exécution de son obligation

fiduciaire d'agir au mieux des intérêts de la société conformément à l'arrêt rendu par la Cour suprême du Canada dans l'affaire *BCE*¹¹.

Le projet de règlement donnerait au conseil de la société visée davantage de latitude pour décider s'il convient d'adopter ou de maintenir un régime de droits en tenant compte de son obligation fiduciaire envers la société et ses parties prenantes, dont les actionnaires.

Toutefois, nous estimons que la décision d'adopter ou de maintenir un régime de droits devrait revenir aux actionnaires et non au conseil, aux autorités de réglementation ou aux tribunaux. Le projet d'instruction indique que, selon les autorités en valeurs mobilières, le conseil de la société visée serait généralement autorisé à conserver tout régime de droit approuvé par la majorité des actionnaires lors d'une assemblée annuelle antérieure ou en réaction à l'offre.

OBJET DU PROJET DE RÈGLEMENT

1. Aperçu du projet de règlement

Comme l'indique le projet d'instruction, le projet de règlement a pour objet d'instaurer au Canada une réglementation générale des régimes de droits qui donne au conseil d'administration et aux actionnaires de la société visée un plus grand pouvoir discrétionnaire quant à l'utilisation des régimes, de réduire le nombre de cas dans lesquels les autorités en valeurs mobilières auraient à intervenir et de maintenir un marché actif de prises de contrôle.

Lors de l'élaboration du projet de règlement, nous avons convenu de manière générale que les autorités en valeurs mobilières :

i) ne devraient faire obstacle au conseil de la société visée que si cela est nécessaire pour protéger les intérêts légitimes des actionnaires;

ii) ne devraient réglementer les régimes de droits que si cela est nécessaire pour atteindre les objectifs réglementaires acceptés, y compris tout objectif d'intérêt public qui n'est pas prévu par le projet de règlement;

iii) devraient tenter d'élaborer un cadre large qui laisse les décisions au conseil et aux actionnaires de la société visée;

iv) devraient se garder d'instaurer des règles arbitraires qui ne peuvent s'appliquer dans toutes les situations que le conseil de la société visée peut rencontrer, c'est-à-dire reconnaître qu'un traitement uniforme des régimes de droits n'est pas la solution la plus souhaitable ni la plus efficace;

v) ne devraient prescrire les modalités des régimes de droits que dans une certaine mesure.

¹¹ *BCE Inc. c. Détenteurs de débentures de 1976*, 2008 CSC 69.

Les éléments fondamentaux du projet de règlement sont les suivants :

i) un régime de droits est valide¹² lorsqu'il est adopté par le conseil d'administration, mais il doit être approuvé par les porteurs dans un délai de 90 jours suivant la date d'adoption ou, s'il est adopté après le lancement d'une OPA, dans un délai de 90 jours suivant la date de lancement;

ii) un régime de droits doit être approuvé annuellement à la majorité des voix exprimées par les actionnaires pour demeurer valide;

iii) les actionnaires peuvent en tout temps mettre fin à tout régime de droits à la majorité des voix exprimées;

iv) l'initiateur ne peut exercer les droits de vote rattachés aux actions qu'il détient à l'occasion d'un vote tenu en vue d'adopter, de maintenir ou de modifier un régime de droits;

v) les modifications importantes d'un régime de droits doivent être approuvées par les porteurs dans un délai de 90 jours suivant la date d'adoption;

vi) un régime de droits ne peut être utilisé que pour contrecarrer une OPA ou l'acquisition de titres de l'émetteur (autrement dit, il ne peut être déclenché par un vote des actionnaires);

vii) un régime de droits ne peut être utilisé pour établir une distinction entre des OPA : si le conseil y renonce ou le modifie à l'égard d'une offre, il doit y renoncer ou le modifier à l'égard de toutes les autres.

2. Objectifs du projet de règlement

La réglementation des OPA protège les actionnaires de la société visée en instaurant une procédure ordonnée et structurée pour opérer un changement de contrôle résultant de l'acquisition d'un nombre significatif de leurs actions. Elle vise à garantir que les actionnaires de la société visée sont traités équitablement et que tous les participants au marché connaissent les règles applicables.

L'intention des projets de textes est de moderniser, d'harmoniser et d'inscrire dans la législation la position des ACVM à l'égard des régimes de droits. En les élaborant, nous avons tenté de compléter la réglementation des OPA, d'une part, en aidant les actionnaires de sociétés visées à prendre volontairement des décisions coordonnées et éclairées relativement au dépôt de leurs actions et, d'autre part, en leur donnant le dernier mot sur l'adoption des régimes de droits qui confèrent davantage de pouvoir discrétionnaire au conseil ou qui facilitent la prise de décisions collectives de leur part.

¹² Dans le présent avis, nous utilisons la notion de « validité » par souci de commodité. Dans le projet de règlement, la validité d'un régime de droits est exprimée sous forme d'interdiction de placer des titres à l'exercice de droits émis en vertu du régime, sauf si certaines conditions sont remplies.

Nous estimons que le projet de règlement est conforme aux objectifs réglementaires des ACVM en matière de mesures de défense, objectifs qui consistent principalement à protéger les intérêts des actionnaires de l'émetteur visé. L'Avis 62-202 indique que l'approbation préalable des actionnaires est importante et peut constituer une réaction satisfaisante aux préoccupations des autorités en valeurs mobilières à l'égard des mesures de défense. Le projet de règlement laisse aux actionnaires la décision finale de maintenir ou d'abandonner un régime de droits.

Si nous adoptons les projets de textes, les autorités en valeurs mobilières ne devraient intervenir dans l'application des régimes de droits approuvés par les porteurs que lorsqu'il y a infraction à la lettre ou à l'esprit du projet de règlement ou qu'un motif d'intervention dans l'intérêt public que celui-ci ne prévoit pas se présente.

Dans ce contexte, nous pensons que le projet de règlement facilitera le choix des actionnaires tout en renforçant le pouvoir au conseil d'administration. Il instaure un cadre qui permet au conseil et aux actionnaires, en fixant les modalités du régime de droits, de préciser le pouvoir dont le conseil devrait disposer pour répondre à une OPA ainsi que les conditions auxquelles celle-ci serait acceptable. Les actionnaires pourront approuver tout régime de droits existant à chaque assemblée annuelle ou dans les 90 jours du lancement d'une offre, si le régime est adopté en réaction à celle-ci.

Le projet de règlement et le projet d'instruction auront notamment pour effet de permettre au conseil de maintenir tout régime de droits pendant une période indéterminée en cas d'OPA hostile s'il est approuvé par les actionnaires de la société visée et qu'il est conforme au projet de règlement. Cependant, le projet de règlement n'empêche pas l'initiateur d'une OPA hostile de faire une offre directement aux actionnaires de la société visée et de leur demander s'ils sont favorables à l'annulation du régime. Ainsi, il permettra encore à l'initiateur ou à l'actionnaire lésé de contester directement tout régime de droits sans avoir à se lancer dans une course aux procurations pour faire élire un conseil favorable à son annulation. Nous estimons qu'il vaut mieux que les actionnaires s'expriment sur l'annulation d'un régime de droits et qu'ils ne soient pas obligés de décider s'ils doivent remplacer la majorité des administrateurs pour pouvoir l'annuler. Le remplacement des administrateurs et l'annulation d'un régime de droit sont deux questions distinctes que les actionnaires devraient pouvoir soupeser sur le fond.

Comparaison du projet de règlement et de la position relative aux régimes de droits aux États-Unis et au Royaume-Uni

Le projet de règlement reprend certains éléments des régimes du Delaware et du Royaume-Uni.

Il introduira un cadre réglementaire qui donnera au conseil d'administration et aux actionnaires des sociétés visées une meilleure prise sur l'utilisation des régimes de droits, sous réserve de l'approbation de la majorité des actionnaires, à la manière du *Takeover Code*. Or, si ce dernier n'autorise que les mesures de défense approuvées par les

actionnaires en réaction à l'offre, le projet de règlement permet de maintenir un régime de droits en réaction à une OPA hostile s'il a été approuvé à l'assemblée annuelle précédente ou s'il l'est en réaction à l'offre.

Puisque le conseil pourra adopter un régime de droits moyennant l'approbation des actionnaires, il aura davantage de latitude, comme en vertu du droit du Delaware, pour s'en servir dans les négociations avec l'initiateur ou pour rejeter une OPA hostile. Cependant, contrairement au droit du Delaware, l'initiateur ou un actionnaire dissident pourra demander l'annulation d'un régime approuvé au préalable sans se lancer dans une course aux procurations pour élire la majorité des administrateurs de la société visée puis s'en remettre à eux pour l'annuler.

3. Effets du projet de règlement

Selon nous, la mise en œuvre du projet de règlement pourrait avoir les effets suivants :

Effet sur les actionnaires

- Les actionnaires décideront à la majorité s'il convient d'approuver un régime de droits lors de l'assemblée annuelle ou d'une autre assemblée de l'émetteur, en l'absence d'offre, ou lors d'une assemblée extraordinaire, en cas d'offre.
- Les actionnaires pourraient obtenir un meilleur prix pour leurs actions car le projet de règlement donnera au conseil d'administration davantage de moyens pour négocier des opérations amicales, négocier avec les initiateurs d'OPA hostiles et organiser des enchères en cas d'OPA hostile.
- Les actionnaires pourront décider collectivement s'ils souhaitent recevoir une offre en votant sur un régime de droits, sans se sentir contraints de déposer leurs actions, ce qui pourrait réduire le risque de coercition en cas d'offre partielle ou d'OPA faite par un initié qui est un actionnaire significatif.
- Il est probable que les actionnaires appelés à répondre à une offre conserveraient leurs actions s'ils souhaitaient que l'émetteur demeure indépendant ou s'ils estimaient que le régime de droits peut entraîner une majoration du prix offert.
- Les arbitragistes pourraient, dans une certaine mesure, être dissuadés d'acquérir des actions de la société visée, car le projet de règlement rendra l'issue des offres moins certaine. L'adoption de régimes de droits approuvés au préalable signalera que le conseil d'administration de la société visée est outillé pour répondre aux offres publiques, et le délai entre le lancement et la clôture d'une offre sera vraisemblablement plus long qu'en vertu de la réglementation actuelle.
- Le droit des actionnaires d'accepter une offre donnée pourrait être restreint s'ils décidaient à la majorité d'approuver le maintien d'un régime de droits susceptible de la contrecarrer.

Effet sur les conseils d'administration

- Les conseils d'administration auront davantage de pouvoir discrétionnaire pour mettre en œuvre et maintenir un régime de droits.
- Les conseils disposeront d'options plus nombreuses et peut-être de plus de temps pour répondre aux OPA hostiles.
- Les conseils seront mieux outillés pour négocier avec les initiateurs d'OPA hostiles.
- Les initiateurs devront demander aux actionnaires qui détiennent la majorité des actions de rejeter le régime de droits pour pouvoir prendre livraison d'actions en vertu de leur offre, ce qui donnera aux conseils et aux actionnaires plus de contrôle sur les conditions d'acceptation.
- En faisant de l'utilisation de régimes de droits un moyen de défense plus efficace contre les OPA, le projet de règlement pourrait, dans une certaine mesure, dissuader les conseils de recourir à d'autres mesures de défense.

Effet sur les initiateurs

- Le projet de règlement pourrait réfréner les OPA hostiles en les rendant un peu plus chronophages, plus chères et moins certaines.
- Les initiateurs pourront contester les régimes de droits en obtenant des procurations de la majorité des actionnaires pour y mettre fin.
- Les initiateurs auront des motifs de présenter une demande aux autorités en valeurs mobilières pour contester les régimes de droits, mais seulement dans certaines circonstances.
- En cas d'adoption d'un régime de droit, le projet de règlement prolongera la durée de l'offre.

Effet sur les autorités en valeurs mobilières

- Les autorités en valeurs mobilières appliqueront la réglementation sur les régimes de droits et n'interviendront généralement que si l'émetteur visé se comporte de façon contraire aux principes du projet de règlement ou si un motif d'intervention dans l'intérêt public que celui-ci ne prévoit pas se présente.
- Le nombre de demandes d'interdiction d'opérations à l'égard de régimes de droits et le nombre d'audiences sur les régimes de droits pourraient diminuer, car les autorités en valeurs mobilières interviendraient dans moins de cas.
- L'éventuel manque d'uniformité des décisions rendues par les autorités en valeurs mobilières de différents territoires ou à différentes époques au sujet de régimes de

droits pourrait se résorber et le risque que des décisions contradictoires ne soient rendues à l'avenir pourrait diminuer.

RÉSUMÉ ET EXPLICATION DES PRINCIPALES DISPOSITIONS DU PROJET DE RÈGLEMENT

Dans la présente section, nous décrivons les principales dispositions du projet de règlement, les motifs qui ont présidé à leur rédaction et l'effet qu'elles auront sur les participants à une OPA.

1. Établissement du régime de droits

a) Un régime de droits est valide lorsqu'il est adopté par le conseil d'administration de l'émetteur (paragraphe 4 de l'article 2).

Un régime de droits est valide à compter de la date de son adoption par le conseil d'administration de l'émetteur plutôt qu'à compter de l'approbation des porteurs. Cette disposition maintient le statu quo jusqu'à ce que l'émetteur obtienne l'approbation des porteurs et respecte la pratique actuelle du marché. Le régime de droits demeurera valide jusqu'à la date à laquelle il doit être approuvé, même si le conseil choisit de ne pas convoquer d'assemblée, ajourne l'assemblée ou ne le soumet pas aux porteurs à une assemblée.

Le projet de règlement n'interdirait pas au conseil de l'émetteur d'adopter un second régime de droits tactique comportant d'autres modalités ou des modalités plus restrictives qu'un régime de droits approuvé au préalable, pourvu que les actionnaires l'approuvent dans un délai de 90 jours.

b) Un régime de droits doit être approuvé par les porteurs de l'émetteur dans un délai de 90 jours suivant la date de son adoption ou, s'il est adopté après l'annonce ou le lancement d'une OPA, dans un délai de 90 jours suivant la date du lancement (paragraphe 1 de l'article 2).

Pour qu'un régime de droits demeure valide, les porteurs doivent l'approuver dans un délai de 90 jours suivant son adoption par le conseil d'administration. S'il est mis en œuvre après la date de l'annonce ou du lancement d'une OPA, l'émetteur doit obtenir l'approbation des porteurs dans un délai de 90 jours après la date d'adoption ou celle du lancement, si elle est antérieure. Nous avons retenu la date de lancement de l'OPA plutôt que celle de son annonce comme point de départ du délai parce que le conseil de la société visée ne devrait pas avoir à prendre de décision à l'égard du régime de droits avant d'avoir pu évaluer les modalités de l'offre.

Nous avons étudié la possibilité de donner aux émetteurs un délai plus long, par exemple six mois, pour obtenir l'approbation des porteurs à l'égard d'un régime de droits adopté lorsque le conseil n'était pas informé d'une offre publique projetée ou en l'absence d'offre. Or nous estimons que 90 jours suffisent en toutes circonstances pour convoquer

une assemblée et obtenir l'approbation des porteurs et qu'il est préférable d'appliquer ce délai à l'approbation du régime de droits, qu'une OPA hostile ait été lancée ou non.

Bien que le projet de règlement oblige l'émetteur à obtenir l'approbation des porteurs pour un régime de droits dans les 90 jours pour que celui-ci demeure valide, il ne l'oblige pas à convoquer ou à tenir une assemblée dans ce délai. Si l'émetteur décide de ne pas tenir d'assemblée à temps pour remplir son obligation d'obtenir l'approbation des porteurs dans les 90 jours, le régime de droits devient caduc par effet du projet de règlement à l'expiration de ce délai.

Le projet de règlement n'exige pas que les régimes de droits approuvés au préalable soient approuvés de nouveau par les porteurs si une OPA est lancée. Selon nous, les actionnaires de la société visée devraient pouvoir approuver tout régime de droits dans une perspective de maintien, sous réserve de l'approbation annuelle ou de l'intervention des autorités de réglementation, dans les rares cas où elle serait justifiée. Les actionnaires de l'émetteur peuvent se prononcer au préalable en faveur d'un régime de droits parce qu'ils souhaitent que le conseil d'administration se concentre sur la création de valeur à long terme. Il leur est cependant loisible de retirer tout régime approuvé au préalable quand bon leur semble en votant, notamment après le lancement d'une offre.

c) L'émetteur qui adopte un régime de droits avant de devenir émetteur assujetti n'est pas obligé d'obtenir l'approbation initiale des porteurs (article 5).

Les porteurs sont présumés avoir consenti à l'adoption du régime de droits si le document d'information en vertu duquel l'émetteur est devenu émetteur assujetti contient l'information à fournir sur le régime en vertu du projet de règlement.

2. Renouvellement du régime de droits

Pour demeurer valide, un régime de droits doit être approuvé au plus tard à chaque assemblée annuelle suivant l'approbation initiale des actionnaires (paragraphe 2 et 3 de l'article 2).

Un régime de droits cesse d'être valide s'il n'est pas approuvé à la majorité des voix exprimées par les porteurs au plus tard à chaque assemblée annuelle de l'émetteur suivant l'exercice au cours duquel l'approbation initiale a été obtenue. Cette disposition donne aux porteurs la possibilité de déterminer chaque année s'il convient de maintenir le régime. Elle donne aussi aux initiateurs la possibilité d'annoncer ou de lancer des offres en sachant quand le régime de droits sera soumis à l'approbation des porteurs.

3. Non-approbation ou annulation d'un régime de droits

a) Le régime de droits cesse d'être valide s'il n'est pas approuvé par les actionnaires (paragraphe 1, 2 et 3 de l'article 2).

Aucun titre ne peut être émis à l'exercice de droits émis en vertu d'un régime si l'émetteur n'obtient pas l'approbation des actionnaires prévue par le projet de règlement. Le régime cesse d'être valide si le conseil d'administration de l'émetteur ne le soumet pas au vote des actionnaires (auquel cas il devient caduc) ou s'il ne recueille pas l'approbation de la majorité à une assemblée des actionnaires.

b) Les porteurs peuvent annuler un régime de droits à tout moment à la majorité des voix exprimées (paragraphe 5 de l'article 2).

En vertu du droit des sociétés, l'initiateur et l'actionnaire qui dispose de suffisamment d'actions peuvent convoquer une assemblée pour étudier l'annulation du régime de droits. Les porteurs peuvent annuler un régime de droits à la majorité des voix exprimées même s'ils l'ont approuvé au préalable. Cette disposition leur donne le dernier mot sur l'annulation du régime. En outre, elle permet, d'une part, à l'initiateur de contester le régime en convoquant une assemblée en vue d'en approuver l'annulation et, d'autre part, aux porteurs de contester le régime à tout moment s'ils estiment qu'il réduit la valeur pour les actionnaires.

La possibilité d'annuler tout régime de droits à la majorité des voix exprimées signifie également que les initiateurs et les actionnaires n'ont pas besoin de remplacer le conseil d'administration de la société visée à cette fin. Bien que les conseils renouvelables par tranches n'aient pas la même efficacité au Canada qu'aux États-Unis, nous ne jugeons pas que les initiateurs ou les actionnaires de la société visée devraient avoir à remplacer le conseil pour qu'il soit possible d'accepter une offre.

c) L'émetteur dont le régime de droits n'est pas approuvé ou est annulé ne peut adopter de nouveau régime pendant au moins douze mois, sauf dans certains cas (article 7).

En règle générale, l'émetteur n'est pas autorisé à mettre en œuvre un nouveau régime de droits pendant un an s'il n'obtient pas l'approbation des actionnaires pour un nouveau régime dans le délai prescrit ou si les actionnaires votent pour annuler un régime, sauf s'il obtient l'approbation préalable des porteurs. Il peut cependant adopter un nouveau régime si une OPA formelle est lancée après la date de caducité ou d'annulation du régime précédent, sous réserve de l'obligation, prévue à l'article 2 du projet de règlement, d'obtenir l'approbation des porteurs dans un délai de 90 jours suivant la date d'adoption.

À l'heure actuelle, la Bourse de Toronto a généralement pour pratique de ne pas autoriser l'adoption d'un nouveau régime de droits pendant trois ans si les actionnaires n'en ont approuvé aucun. Toutefois, l'émetteur peut adopter un nouveau régime de droits en réaction à une offre ou en prévision d'une offre parce que la Bourse de Toronto s'en remet, pour l'examen, à l'autorité en valeurs mobilières compétente, ce qui permet d'adopter un régime de droits tactique qu'elle n'autoriserait pas.

Nous estimons opportun de permettre qu'un nouveau régime de droits soit adopté et devienne valide en réaction à une offre même si un régime précédent est devenu caduc ou

a été annulé dans les douze mois précédant l'offre. Le conseil de la société visée devrait obtenir l'approbation des actionnaires dans un délai de 90 jours suivant l'adoption, mais le régime serait valide dans l'intervalle.

Nous craignons qu'une interdiction générale d'adopter un régime de droits après qu'un régime est devenu caduc ou a été annulé ne rende l'émetteur et les actionnaires vulnérables aux OPA hostiles lancées dans les douze mois suivant la cessation du régime. Nous signalons également que les actionnaires d'un émetteur peuvent voter pour un régime de droits en réaction à une offre même s'ils ont précédemment voté contre.

4. Approbation des porteurs

a) L'initiateur et ses alliés ne peuvent pas participer au vote des actionnaires qui est exigé pour adopter, maintenir, modifier ou annuler un régime de droits (paragraphe 1 de l'article 1).

Le projet de règlement exige l'approbation des porteurs pour tout régime de droits et interdit à l'initiateur et à ses alliés de participer au vote requis. L'initiateur est évidemment en conflit d'intérêts lorsque les actionnaires examinent un régime de droits parce que tout vote à cet égard est, dans les faits, un référendum sur son offre.

Ce sont les offres lancées par des actionnaires significatifs, notamment les offres partielles et les offres sans minimum à déposer, qui pourraient être les plus touchées par cette restriction. Dans ces cas, en effet, la capacité des actionnaires indépendants de la société visée de voter sur le régime de droits donnera davantage de moyens au conseil d'administration pour négocier avec l'initiateur s'il s'agit d'un initié.

La capacité de l'initiateur qui est aussi initié d'accroître sa participation en faisant une offre partielle ou une offre sans minimum à déposer augmente la pression sur les actionnaires minoritaires pour qu'ils déposent leurs actions, s'ils prennent leur décision indépendamment. Les actionnaires minoritaires peuvent déposer leurs actions en réponse à une offre partielle qu'ils jugent financièrement inadéquate s'ils s'inquiètent d'une baisse de liquidité après l'offre, de la possibilité de ne pas recevoir de prime de contrôle, du contrôle accru de l'initiateur, de sa capacité d'acquérir la société visée sans leur approbation une fois qu'il détiendra 90 % des actions et du risque permanent de prise de contrôle rampante. Si le conseil de la société visée pouvait adopter et maintenir un régime de droits avec le soutien des actionnaires indépendants, cela diminuerait la pression exercée sur les actionnaires pour accepter une offre qui leur semble sous-évaluer leurs actions.

Autre question importante pour déterminer qui exclure du vote sur les régimes de droits : faut-il autoriser les membres de la direction de la société visée à voter? Ces personnes sont en conflit d'intérêts potentiel lorsqu'une OPA hostile est lancée. Nous sommes cependant d'avis qu'elles devraient être autorisées à voter avec les actionnaires parce que leurs voix seraient proportionnelles à l'intérêt financier que représentent leurs actions. Par

conséquent, elles n'exerceraient qu'une influence proportionnelle à leur participation, de la même manière que les autres actionnaires.

- b) Un régime de droits doit être approuvé a) à la majorité des voix des porteurs, exception faite de celles de tout porteur dispensé et de ses alliés, et b) par un vote distinct qui n'exclut pas les voix de ce porteur (article 6).**

Cette disposition vise les cas où les porteurs d'actions bénéficiant de droits acquis (généralement les grands porteurs existants) sont dispensés de l'application du régime de droits lorsque leur participation dépasse le seuil de déclenchement du régime. Ces actionnaires ont souvent le droit d'accroître leur participation en faisant des acquisitions annuelles graduelles restreintes sans déclencher le régime.

Cette disposition est analogue aux règles actuelles de la Bourse de Toronto. Elle oblige les émetteurs à obtenir deux approbations : l'une à l'issue d'un vote qui comptabilise les voix de l'actionnaire bénéficiant de droits acquis et l'autre, d'un vote distinct qui les exclut.

Ce double vote tient compte du fait que l'actionnaire bénéficiant de droits acquis et les actionnaires « minoritaires » peuvent avoir des intérêts divergents, mais légitimes. L'actionnaire bénéficiant de droits acquis est soumis à des restrictions sur l'acquisition d'actions supplémentaires qui n'existaient pas avant la mise en œuvre du régime de droits. Le risque se pose également que les actionnaires minoritaires ne lui imposent des restrictions ou des obligations inéquitables s'il est exclu du vote sur le régime. C'est pourquoi il faut exiger un vote qui n'exclut pas l'actionnaire bénéficiant de droits acquis.

En revanche, l'approbation distincte des actionnaires minoritaires se justifie pour réduire le risque qu'un actionnaire bénéficiant de droits acquis détenant une participation significative n'impose à l'émetteur et aux actionnaires minoritaires un régime de droits qui lui donne le pouvoir d'augmenter sa participation, complique la tâche aux initiateurs d'offres ou nuit d'une autre façon aux actionnaires minoritaires.

5. Application du régime de droits

- a) Si le conseil d'administration de la société visée renonce à l'application du régime de droits ou le modifie en faveur de l'initiateur d'une OPA, il doit y renoncer ou le modifier à l'égard de toutes les offres formelles (article 4).**

Étant donné que les actionnaires s'attendent à ce que le régime de droits s'applique de la même façon à toutes les offres, nous estimons que le conseil d'administration de la société visée ne devrait pas pouvoir faire de distinction entre initiateurs en renonçant à l'application du régime à une offre amicale tout en la maintenant pour d'autres offres formelles. Cette disposition permet aux actionnaires d'avoir le dernier mot sur l'issue des offres en déposant leurs actions ou non.

- b) Un régime de droits ne peut être opposé qu'à des OPA ou à des acquisitions de titres (article 3).**

Un régime de droits ne peut être opposé qu'à des OPA au sens de la législation en valeurs mobilières ou à d'autres acquisitions de titres de l'émetteur et non aux opérations ou dans des circonstances nécessitant un vote des actionnaires, comme lors de l'élection contestée d'administrateurs. La capacité des actionnaires d'exercer les droits de vote rattachés à leurs actions ou de faire des propositions ne devrait être compromise par l'application d'aucun régime de droits.

6. Modifications importantes d'un régime de droits

a) Les modifications importantes d'un régime de droits sont valides à compter de la date de leur adoption par le conseil d'administration de l'émetteur (paragraphe 4 de l'article 2).

Les modifications importantes d'un régime de droits sont traitées de la même façon que l'adoption initiale du régime. Elles sont valides immédiatement ou à compter de la date qu'elles prévoient, mais doivent être approuvées par un vote des actionnaires dans un délai de 90 jours.

b) Les modifications importantes d'un régime de droits doivent être approuvées de la même façon qu'un nouveau régime (article 2).

Nous avons envisagé d'interdire les modifications importantes des régimes de droits, de faire en sorte que ces modifications ne soient valides qu'une fois l'approbation des actionnaires obtenue ou d'exiger que les actionnaires donnent leur approbation plus rapidement, par exemple dans un délai de 60 jours. Cependant, comme le projet de règlement n'interdit pas à l'émetteur d'adopter un second régime de droits même si le régime existant a été approuvé au préalable par les actionnaires, il est possible d'apporter des modifications importantes en mettant en œuvre un nouveau régime.

Par conséquent, nous avons conclu qu'il fallait traiter les modifications importantes de la même façon que l'adoption d'un nouveau régime de droits.

7. Dépôt et information (paragraphe 6 de l'article 2)

Lorsqu'un régime de droits est adopté ou subit une modification importante, il doit être déposé au moyen de SEDAR et l'émetteur doit diffuser un communiqué contenant l'information prescrite.

Ces obligations ont pour objet de garantir que les participants au marché disposent de suffisamment d'information pour comprendre les principales modalités du régime de droits, la raison de son adoption ou de son maintien et la façon dont l'émetteur s'en sert. Il est nécessaire que les actionnaires aient suffisamment d'information lorsqu'ils votent sur un régime de droits.

8. Dispenses (article 9)

Nous proposons que les autorités en valeurs mobilières aient le pouvoir d'octroyer des dispenses de l'application du projet de règlement. Cela nous paraît justifié parce qu'il est difficile de prévoir l'effet du projet de règlement dans toutes les situations.

MODIFICATIONS CORRÉLATIVES

Nous proposons de modifier l'Avis 62-202 pour qu'il ne s'applique pas aux régimes de droits. Nous proposons aussi d'apporter des modifications corrélatives à l'Instruction générale 62-203 et à l'annexe relative à la circulaire de sollicitation de procurations du Règlement 51-102, à l'annexe relative à la circulaire des administrateurs du Règlement 62-104 et de la Rule 62-504 ainsi qu'à l'annexe sur le prospectus du Règlement 41-101, afin de prescrire des obligations d'information sur les régimes de droits.

AUTRES SOLUTIONS ENVISAGÉES

Nous avons envisagé des solutions de rechange au projet de règlement, notamment : *i)* maintenir le statu quo, *ii)* laisser les tribunaux se prononcer sur les mesures de défense comme une question d'obligation fiduciaire; et *iii)* n'autoriser les régimes de droits que s'ils sont normalisés, contiennent des clauses relatives aux « offres permises » et sont approuvés par les actionnaires. Nous avons conclu que le projet de règlement était préférable pour les motifs susmentionnés.

DOCUMENTS NON PUBLIÉS

Pour élaborer le projet de règlement, nous n'avons utilisé aucune étude ni aucun rapport ou document écrit importants non publiés.

AVIS LOCAUX

Dans certains territoires, d'autres renseignements exigés par la législation en valeurs mobilières locale sont publiés en annexe au présent avis.

CONSULTATION

Nous invitons les intéressés à formuler des commentaires sur les projets de textes, de même qu'à répondre aux questions suivantes :

Questions générales

1. Selon vous, le projet de règlement est-il préférable au statu quo, à des modifications du régime des OPA exigeant l'inclusion de clauses relatives aux « offres permises » et permettant de renoncer aux régimes ou encore à des modifications de l'Avis 62-202 indiquant précisément les circonstances dans

lesquelles les autorités en valeurs mobilières interviendraient dans l'intérêt public en prononçant des interdictions d'opérations à l'égard de régimes?

2. Estimez-vous qu'une fois le projet de règlement en vigueur, les autorités en valeurs mobilières auront à tenir moins d'audiences d'intérêt public sur les régimes de droits? Veuillez motiver votre réponse.
3. Selon vous, le projet de règlement aura-t-il une incidence négative sur la structure des OPA au Canada? Veuillez motiver votre réponse.
4. Le pouvoir discrétionnaire conféré au conseil d'administration par le projet de règlement est-il approprié?
5. Le projet de règlement accroît l'influence du conseil d'administration de la société visée et le contrôle des actionnaires sur l'utilisation de régimes de droits. Selon vous, cela dissuade-t-il indûment les initiateurs d'OPA hostiles? Si vous estimez que cela empêchera les OPA hostiles, veuillez indiquer si vous y êtes favorable ou si cela vous préoccupe. Si vous craignez que le projet de règlement ne dissuade indûment les initiateurs d'OPA hostiles, veuillez indiquer comment vous le modifieriez pour régler ce point.
6. Selon vous, faudra-t-il apporter d'autres modifications ou des modifications corrélatives à la législation en valeurs mobilières applicable si le projet de règlement entre en vigueur? Veuillez fournir des explications.

Questions particulières

7. Le projet de règlement prévoit qu'un régime de droits est valide dès son adoption, pourvu que les actionnaires l'approuvent dans un délai de 90 jours.
 - a) Ce délai est-il approprié? Les émetteurs devraient disposer de plus ou de moins de 90 jours pour obtenir l'approbation des actionnaires?
 - b) Le délai d'approbation des actionnaires devrait-il être différent si le régime de droits a été adopté en l'absence d'OPA ou en réaction à une OPA?
8. Le projet de règlement prévoit qu'un régime de droits adopté après une OPA peut demeurer valide pendant 90 jours, jusqu'à l'approbation des porteurs. Nous soulignons que ce délai est plus long que le délai minimum de 35 jours pendant lequel l'offre doit rester ouverte en vertu de la législation en valeurs mobilières applicable et la période de 45 à 55 jours après laquelle les autorités en valeurs mobilières prononcent généralement une interdiction d'opérations si elles accueillent la demande de l'initiateur. Que pensez-vous de cet allongement du délai?

9. Le projet de règlement prévoit qu'un régime de droits est valide dès son adoption pourvu que les actionnaires l'approuvent dans un délai de 90 jours, mais il n'exige pas la tenue d'une assemblée des actionnaires avant la fin de ce délai. Dans les faits, cela signifie que le régime peut rester en vigueur pendant 90 jours même si le conseil d'administration décide de ne pas convoquer d'assemblée. Le projet de règlement devrait-il traiter des cas où l'émetteur ne convoque pas d'assemblée des actionnaires après l'adoption d'un régime?
10. Le projet de règlement prévoit que tous les régimes de droits doivent être approuvés de nouveau par les actionnaires au plus tard à la date de l'assemblée annuelle de l'émetteur tenue au cours de chaque exercice suivant celui où l'approbation initiale a été obtenue.
 - a) Cette échéance est-elle appropriée?
 - b) Les régimes de droits approuvés en l'absence d'OPA devraient-ils demeurer valides plus longtemps que ceux qui sont adoptés en réaction à une OPA?
11. La définition de l'expression « approbation des porteurs » prévue par le projet de règlement n'exclut pas les voix exprimées par les membres de la direction de l'émetteur. Selon vous, est-ce approprié? Veuillez fournir des explications. Votre réponse diffère-t-elle selon que l'approbation des actionnaires concerne un régime de droits adopté en l'absence d'OPA ou qu'elle concerne un régime adopté en réponse à une OPA? Faudrait-il traiter d'autres questions touchant le vote?
12. L'article 3 du projet de règlement limite l'application des régimes de droits aux OPA et à l'acquisition de titres de l'émetteur. Cette limitation restreint-elle indûment les applications potentielles des régimes de droits? Faudrait-il aussi permettre de les opposer aux conventions de dépôt irrévocables?
13. Appuyez-vous l'application du projet de règlement aux modifications importantes d'un régime de droits? La nature des modifications importantes devrait-elle être traitée explicitement dans le projet de règlement ou le projet d'instruction?
14. Le projet de règlement ou le projet d'instruction générale devrait-il permettre aux actionnaires dissidents ou aux initiateurs de contester un régime de droits approuvé au préalable plus facilement que le droit des sociétés, par exemple en prévoyant un délai minimal pour convoquer une assemblée ou en dérogeant aux exigences en matière de participation minimale?
15. L'article 5 du projet de règlement prévoit, pour le nouvel émetteur assujéti, une exception à l'obligation d'obtenir l'approbation des porteurs. Faut-il limiter cette exception ou l'assortir de conditions selon la façon dont l'émetteur devient émetteur assujéti ou selon les circonstances de l'opération (par exemple, dans le

cas où le nouvel émetteur assujéti est issu de la scission d'un autre émetteur assujéti)?

16. L'article 10 du projet de règlement contient une disposition transitoire. Le délai prévu est-il convenable?

Présentation des commentaires

Veillez présenter vos commentaires par écrit au plus tard le **12 juin 2013**. Si vous ne les envoyez pas par courriel, veuillez fournir un CD les contenant (format Microsoft Word).

Prière d'adresser vos commentaires aux membres des ACVM comme suit :

British Columbia Securities Commission
Alberta Securities Commission
Financial and Consumer Affairs Authority of Saskatchewan
Commission des valeurs mobilières du Manitoba
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
Autorité des marchés financiers
Superintendent of Securities, Prince Edward Island
Nova Scotia Securities Commission
Commission des valeurs mobilières du Nouveau-Brunswick
Securities Commission of Newfoundland and Labrador
Surintendant des valeurs mobilières, Yukon
Surintendant des valeurs mobilières, Territoires du Nord-Ouest
Surintendant des valeurs mobilières, Nunavut

Veillez n'envoyer vos commentaires qu'aux adresses suivantes et ils seront distribués aux autres membres des ACVM.

M^e Anne-Marie Beaudoin
Secrétaire générale
Autorité des marchés financiers
800, square Victoria, 22^e étage
C.P. 246, tour de la Bourse
Montréal (Québec) H4Z 1G3
Télécopieur : 514-864-6381
Courriel : consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

The Secretary
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
20 Queen Street West
19th Floor, Box 55
Toronto (Ontario) M5H 2S8
Télécopieur : 416-593-2318
Courriel : comments@osc.gov.on.ca

Veillez noter que les commentaires reçus seront rendus publics sur les sites Web de certaines autorités en valeurs mobilières. Nous ne pouvons préserver la confidentialité des commentaires parce que la législation en valeurs mobilières de certaines provinces exige la publication d'un résumé des commentaires écrits reçus pendant la période de consultation.

Questions

Pour toute question, prière de s'adresser à l'une des personnes suivantes :

Rosetta Gagliardi
Conseillère en réglementation
Autorité des marchés financiers
514-395-0337, poste 4462
rosetta.gagliardi@lautorite.qc.ca

Sandrine Tremblay
Analyste-expert en financement des sociétés
Autorité des marchés financiers
514-395-0337, poste 4425
sandrine.tremblay@lautorite.qc.ca

Naizam Kanji
Deputy Director, Mergers & Acquisitions, Corporate Finance
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
416-593-8060
nkanji@osc.gov.on.ca

Jason Koskela
Senior Legal Counsel, Mergers & Acquisitions, Corporate Finance
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
416-595-8922
jkoskela@osc.gov.on.ca

Gordon Smith
Senior Legal Counsel, Corporate Finance
British Columbia Securities Commission
604-899-6656 (ligne directe)
800-373-6393 (sans frais au Canada)
gsmith@bcsc.bc.ca

Leslie Rose
Senior Legal Counsel, Corporate Finance
British Columbia Securities Commission
604-899-6654 (ligne directe)
800-373-6393 (sans frais au Canada)
lrise@bcsc.bc.ca

Tracy Clark
Legal Counsel, Corporate Finance
Alberta Securities Commission
403-355-4424
tracy.clark@asc.ca

Sonne Udemgba
Deputy Director, Legal/Exemption
Securities Division, Financial and Consumer Affairs Authority of Saskatchewan
306-787-5879
sonne.udemgba@gov.sk.ca

Chris Besko
Legal Counsel, Deputy Director
Commission des valeurs mobilières du Manitoba
204-945-2561
chris.besko@gov.mb.ca

ANNEXE A**Positions à l'égard des mesures de défense aux États-Unis et au Royaume-Uni****A. États-Unis****i) Delaware**

Aux États-Unis, les tribunaux traitent les mesures de défense comme une question d'obligation fiduciaire en vertu du droit des sociétés de l'État dans lequel la société visée est constituée. Les tribunaux du Delaware ont une influence notable sur la conduite du conseil d'administration des sociétés visées par des OPA hostiles parce que la plupart des sociétés américaines faisant appel public à l'épargne sont constituées dans cet État et sont par conséquent assujetties à son droit des sociétés.

Si les tribunaux du Delaware s'en remettent généralement à l'appréciation commerciale du conseil d'administration lorsqu'ils sont appelés à établir s'il y a eu manquement à l'obligation fiduciaire, ils sont plus sévères pour ce qui est des mesures de défense parce qu'en situation d'OPA hostile, les intérêts du conseil et de la direction de la société visée peuvent différer de ceux des actionnaires.

Ainsi, les tribunaux n'appliquent pas la règle de l'appréciation commerciale lorsqu'ils sont saisis des mesures prises par le conseil de la société visée en réponse à une OPA hostile, à moins que celui-ci ne soulève une question préjudicielle et ne démontre, d'une part, qu'il avait des motifs raisonnables de croire que l'offre compromettrait les orientations stratégiques et l'efficacité de la société et, d'autre part, que les mesures de défense adoptées étaient raisonnables, compte tenu de la menace qui pesait sur cette dernière¹³. S'il peut le démontrer, il bénéficiera de l'application de la règle de l'appréciation commerciale.

Les tribunaux du Delaware estiment d'ordinaire que les régimes de droits sont une réponse raisonnable et proportionnelle à la menace que fait peser une OPA hostile sur la stratégie de la société visée¹⁴. Ils reconnaissent que les actionnaires de la société peuvent, en dernier ressort, remplacer le conseil d'administration par un conseil à même de retirer le régime de droits. Donc, en vertu du droit du Delaware, le conseil de la société visée peut maintenir un régime de droits en réponse à une OPA hostile pour protéger la stratégie de la société, du moment qu'il ne prend pas de mesures qui empêchent les actionnaires de le remplacer et de retirer le régime de droits.

La position des tribunaux du Delaware à l'égard des régimes de droits est problématique parce qu'il est difficile et coûteux, pour l'initiateur, de remplacer le conseil de la société visée pour retirer le régime de droits, surtout lorsque la société a un conseil renouvelable

¹³ C'est ce que l'on appelle le critère « Unocal », d'après la décision judiciaire du Delaware.

¹⁴ Dans *Unitrin v. American General Corp.*, 651 A.2d 345 (Del. 1993), un tribunal du Delaware a statué que toute mesure de défense sera maintenue comme réponse proportionnelle à une menace si, d'une part, elle n'est pas coercitive, c'est-à-dire qu'elle n'empêche pas l'offre, et si, d'autre part, elle est raisonnable.

par tranches, c'est-à-dire un conseil dont seulement un tiers des membres sont élus chaque année : l'initiateur devrait remporter deux courses consécutives aux procurations annuelles pour pouvoir élire la majorité des administrateurs et retirer le régime¹⁵. En règle générale, les droits des actionnaires de convoquer une assemblée à cette fin sont limités aux États-Unis.

Au Delaware, le conseil de la société visée a donc un « droit de veto » qui lui permet d'adopter des mesures de défense ayant pour effet d'empêcher les actionnaires d'accepter une OPA hostile sans son aval. Cette situation a été mise en relief dans une récente décision de la chancellerie du Delaware, qui n'a pas ordonné le rachat des droits émis en vertu d'un régime malgré le fait que l'offre n'était pas coercitive et qu'elle durait depuis 16 mois¹⁶.

ii) Législation des États

Aux États-Unis, les législatures des États ont presque toutes adopté des lois anti-OPA qui semblent avoir pour objet de rendre les OPA hostiles plus difficiles pour les initiateurs et non d'empêcher les offres structurellement coercitives ni de maximiser la valeur pour les actionnaires. Par exemple, en vertu de la loi du Delaware sur les regroupements d'entreprises, il suffit à l'initiateur d'acquérir plus de 85 % des actions de la société visée pour en prendre le contrôle sans l'aval du conseil d'administration.

B. Royaume-Uni

Au Royaume-Uni, toutes les mesures de défense contre les OPA sont passées en revue par le Takeover Panel conformément au *Takeover Code* (le **Takeover Code**).

Le *Takeover Code* interdit au conseil d'administration de la société visée de prendre, pendant une offre publique ou en prévision d'une offre, des mesures susceptibles de la faire échouer ou de priver les actionnaires de la possibilité de prendre une décision sur le fond, à moins que ces derniers n'approuvent les mesures en réaction à l'offre.

Bien que, d'ordinaire, les conseils de sociétés visées assujetties au *Takeover Code* n'adoptent pas de régimes de droits comme mesure de défense, les autres mesures qu'ils prennent pour dissuader les initiateurs d'OPA hostiles nécessitent l'approbation des actionnaires. Le *Takeover Code* empêche aussi le conseil de la société visée d'instaurer des mécanismes de protection des opérations qu'il approuve, comme des indemnités de rupture des négociations.

¹⁵ Les conseils d'administration renouvelables par tranches ne sont pas une mesure de défense efficace au Canada parce que l'ensemble des administrateurs peut être remplacé à tout moment en vertu du droit des sociétés canadien. 7

¹⁶ Voir *Air Products & Chemicals, Inc. v. Airgas, Inc.*, C.A. No. 5249-CC (Del. Ch., 15 février 2011).

RÈGLEMENT 62-105 SUR LES RÉGIMES DE DROITS DES PORTEURS

Loi sur les valeurs mobilières
(chapitre V-1.1, a. 331.1, par. 1°, 3°, 4.1°, 8°, 11°, 21° et 34°)

CHAPITRE 1 DÉFINITIONS ET INTERPRÉTATION

1. Définitions

1) Dans le présent règlement, on entend par :

« adoption » : l'adoption d'un régime de droits ou d'une modification d'un tel régime par résolution du conseil d'administration de l'émetteur;

« approbation des porteurs » : sous réserve de l'article 6, l'approbation d'un régime de droits à la majorité des voix exprimées par les porteurs de chaque catégorie de titres de capitaux propres ou de titres comportant droit de vote de l'émetteur visés par le régime, votant dans chaque cas séparément en tant que catégorie, lors d'une assemblée des porteurs de titres de cette catégorie, exception faite des voix exprimées par l'initiateur;

« émetteur » : un émetteur assujéti dans un territoire du Canada;

« initiateur » : les personnes suivantes :

a) une personne qui lance une offre publique d'achat ou qui a annoncé son intention de le faire;

b) une personne qui agit de concert avec la personne visée au paragraphe *a*;

c) une personne participant au contrôle de la personne visée au paragraphe *a*;

d) une personne qui agit de concert avec la personne visée au paragraphe *c*;

« offre publique d'achat » : les opérations suivantes :

a) sauf en Ontario, une offre publique d'achat au sens de l'article 1.1 du Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat;

b) en Ontario, une offre d'achat visant la mainmise au sens du paragraphe 1 de l'article 89 de la Loi sur les valeurs mobilières;

« offre publique d'achat formelle » : les opérations suivantes :

a) sauf en Ontario, une offre publique d'achat visée à la partie 2 du Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat;

b) en Ontario, une offre formelle d'achat visant à la mainmise au sens du paragraphe 1 de l'article 89 de la Loi sur les valeurs mobilières;

« régime de droits » : une convention ou un régime d'un émetteur qui prévoit le placement, auprès des porteurs de l'émetteur, de droits leur conférant la faculté, sauf aux personnes qui déclenchent l'application de la convention ou du régime, de souscrire ou d'acquérir des titres de capitaux propres ou des titres comportant droit de vote supplémentaires de l'émetteur à un prix nettement inférieur à leur cours en cas d'acquisition, par toute personne, d'un nombre ou d'un pourcentage déterminé de titres de capitaux propres ou de titres comportant droit de vote en circulation de l'émetteur ou lorsqu'un ou plusieurs autres événements déclenchent l'application de la convention ou du régime;

« titre de capitaux propres » : tout titre d'un émetteur qui comporte le droit résiduel de participer au résultat de celui-ci et au partage de ses actifs en cas de liquidation.

2) Pour l'application du présent règlement, une offre publique d'achat est lancée à la date suivante :

a) sauf en Ontario, à la date établie conformément à l'article 2.9 du Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat;

b) en Ontario, à la date établie conformément à l'article 94.1 de la Loi sur les valeurs mobilières.

CHAPITRE 2 VALIDITÉ DU RÉGIME DE DROITS

2. Conditions à remplir

1) L'émetteur ne peut placer de titres à l'exercice de droits de souscription émis en vertu d'un régime de droits que dans l'un des cas suivants :

a) il a obtenu l'approbation des porteurs pour le régime de droits ou une modification importante de celui-ci au plus tard 90 jours après l'adoption du régime ou de la modification;

b) si le régime de droits ou une modification importante de celui-ci est adopté après l'annonce ou le lancement d'une ou de plusieurs offres publiques d'achat, il a obtenu l'approbation des porteurs pour le régime ou la modification au plus tard à la date suivante :

i) le 90^e jour après la date de lancement de la première offre;

ii) si cette date est antérieure, le 90^e jour après l'adoption du régime ou de la modification.

2) L'émetteur qui a obtenu l'approbation des porteurs pour un régime de droits ou une modification importante de celui-ci conformément au paragraphe 1 ne peut, après l'assemblée annuelle des porteurs tenue lors de chaque exercice suivant celui où il a obtenu l'approbation initiale, placer de titres à l'exercice de droits de souscription émis en vertu du régime que s'il a obtenu l'approbation à cette assemblée.

3) L'émetteur qui n'est pas visé par le sous-paragraphe *a* du paragraphe 1 en vertu de l'article 5 ne peut, après l'assemblée annuelle des porteurs tenue lors de chaque exercice suivant celui où il est devenu émetteur assujéti dans un territoire du Canada, placer de titres à l'exercice de droits de souscription émis en vertu du régime que s'il a obtenu l'approbation des porteurs pour le régime ou une modification importante de celui-ci à cette assemblée.

4) Malgré le paragraphe 1, l'émetteur peut placer des titres à l'exercice de droits de souscription émis en vertu d'un régime de droits à compter de la date d'adoption du régime ou d'une modification importante de celui-ci pendant la période commençant à l'adoption du régime ou d'une modification importante de celui-ci et se terminant à la première des dates suivantes :

a) la date de l'assemblée des porteurs à laquelle l'émetteur n'a pas obtenu l'approbation pour le régime ou la modification;

b) la date à laquelle l'approbation des porteurs pour le régime ou la modification est exigée conformément au paragraphe 1.

5) L'émetteur ne peut placer de titres à l'exercice de droits de souscription émis en vertu d'un régime de droits si l'annulation de celui-ci est approuvée par les porteurs.

6) L'émetteur qui adopte un régime de droits ou y apporte une modification importante

a les obligations suivantes :

a) il publie et dépose rapidement un communiqué contenant l'information suivante :

i) la raison pour laquelle il a adopté le régime ou la modification et, le cas échéant, le fait que le régime ou la modification a été adopté en réponse à une proposition particulière d'acquisition de titres de capitaux propres ou de titres comportant droit de vote de l'émetteur ou à une offre publique d'achat prévue, proposée, annoncée ou lancée;

ii) une description des principales modalités du régime ou de la modification, notamment les modalités pertinentes pour le porteur qui doit décider d'approuver ou de rejeter le régime;

iii) le fait que certains porteurs existants sont traités différemment ou ont des droits et obligations différents en vertu du régime et les motifs de ces différences;

iv) le cas échéant, le fait que le régime permet à toute personne d'acquérir la propriété ou le contrôle de titres de capitaux propres ou de titres comportant droit de vote à certaines conditions sans que cela entraîne de différence dans le traitement de ses droits en vertu du régime, ainsi que les conditions et les motifs de ces conditions;

v) le fait que des administrateurs indépendants de l'émetteur ont examiné ou non le régime pour déterminer s'il est au mieux des intérêts de l'émetteur et des porteurs ou les motifs de l'absence d'examen;

vi) un exposé des raisons pour lesquelles le régime est au mieux des intérêts de l'émetteur et des porteurs;

vii) le fait que les porteurs de l'émetteur doivent approuver le régime ou la modification et qu'ils peuvent annuler tout régime conformément au présent règlement;

viii) le moment auquel l'émetteur prévoit tenir une assemblée à laquelle les porteurs peuvent voter sur le régime ou la modification et les voix qui seront exclues pour établir s'il y a approbation des porteurs;

ix) toute autre information importante dont les porteurs peuvent avoir besoin pour décider d'approuver ou de rejeter le régime;

b) il dépose rapidement le régime ou la modification;

c) il inclut l'information prévue au sous-paragraphe *a* dans toute circulaire de sollicitation de procurations prévue par la législation en valeurs mobilières en vue d'une assemblée des actionnaires à laquelle il demandera l'approbation des porteurs pour le régime ou la modification.

7) Pour l'application de la disposition *v* du sous-paragraphe *a* paragraphe 6, un administrateur n'est pas indépendant s'il est ou a été, au cours des 12 mois précédant la date d'adoption d'un régime de droits, dirigeant ou salarié de l'émetteur.

3. Portée du régime de droits

L'émetteur ne peut placer de titres à l'exercice de droits de souscription émis en vertu d'un régime de droits qu'en cas de lancement d'une offre publique d'achat ou d'acquisition de ses titres par toute personne.

4. Renonciation à l'application du régime de droits ou modification de celui-ci

L'émetteur qui, conformément aux modalités d'un régime de droits, renonce à l'application du régime ou d'une de ses clauses ou qui les modifie à l'égard d'une offre publique d'achat y renonce également ou y apporte la même modification à l'égard de toute

autre offre publique d'achat annoncée ou lancée soit en date de la renonciation ou de la modification, soit pendant l'offre publique d'achat.

5. Exception pour les nouveaux émetteurs assujettis

Le paragraphe 1 de l'article 2 ne s'applique pas lorsque les conditions suivantes sont réunies :

- a)* le régime de droits a été adopté avant que l'émetteur ne devienne émetteur assujetti dans un territoire du Canada;
- b)* l'information prévue au sous-paragraphe *a* du paragraphe 6 de l'article 2 figurait dans un document que l'émetteur a déposé pour devenir émetteur assujetti;
- c)* l'émetteur a déposé le régime.

6. Porteurs dispensés

Si le régime de droits de l'émetteur dispense un porteur de son application, l'approbation des porteurs prévue au paragraphe 1, 2 ou 3 de l'article 2, selon le cas, est obtenue à la majorité des voix exprimées par les porteurs de la catégorie applicable :

- a)* compte non tenu des voix des porteurs dispensés et des personnes qui agissent de concert avec eux;
- b)* compte tenu des voix des porteurs dispensés et des personnes qui agissent de concert avec eux.

7. Restrictions sur les nouveaux régimes de droits à la suite du rejet ou de l'annulation d'un régime

1) L'émetteur qui n'obtient pas l'approbation des porteurs pour un régime de droits ou une modification importante de celui-ci conformément au paragraphe 1, 2 ou 3 de l'article 2 ne peut placer de titres à l'exercice de droits de souscription émis en vertu d'un nouveau régime pendant les 12 mois suivant la date du rejet, sauf s'il obtient au préalable l'approbation des porteurs.

2) Pour l'application du paragraphe 1, l'expression « date du rejet » a le sens suivant :

- a)* la date de l'assemblée à laquelle l'émetteur n'a pas obtenu l'approbation des porteurs pour le régime ou la modification;
- b)* en l'absence d'assemblée, l'échéance de l'approbation des porteurs prévue au paragraphe 1, 2 ou 3 de l'article 2.

3) Si l'approbation des porteurs pour annuler un régime de droits est obtenue, l'émetteur ne place pas de titres à l'exercice de droits de souscription émis en vertu d'un nouveau régime pendant au moins 12 mois, sauf s'il obtient au préalable l'approbation des porteurs.

4) Les paragraphes 1 et 3 ne s'appliquent pas après le lancement ou l'annonce d'une offre publique d'achat formelle des titres de l'émetteur et l'adoption par celui-ci, après le lancement de l'annonce de l'offre mais avant son expiration, d'un nouveau régime de droits ou d'une modification importante d'un régime.

5) Le présent règlement s'applique au régime de droits adopté conformément au présent article.

8. Dispense de prospectus

L'obligation de prospectus ne s'applique ni au placement de titres par l'émetteur auprès de ses porteurs en vertu d'un régime de droits ni à l'exercice de droits émis en vertu

de ce régime conformément au présent règlement.

CHAPITRE 3 DISPENSE

9. Dispense

- 1) L'agent responsable ou l'autorité en valeurs mobilières peut accorder une dispense de l'application de tout ou partie du présent règlement, sous réserve des conditions ou restrictions auxquelles la dispense peut être subordonnée.
- 2) Malgré le paragraphe 1, en Ontario, seul l'agent responsable peut accorder une telle dispense.
- 3) Sauf en Ontario, la dispense prévue au paragraphe 1 est accordée conformément à la loi visée à l'annexe B du Règlement 14-101 sur les définitions, vis-à-vis du nom du territoire intéressé.

CHAPITRE 4 ENTRÉE EN VIGUEUR

10. Transition

- 1) Sauf disposition contraire du paragraphe 2, le présent règlement ne s'applique à aucun émetteur à l'égard d'un régime de droits adopté le (*indiquer ici la date d'entrée en vigueur du présent règlement*) ou avant cette date.
- 2) L'émetteur qui a adopté un régime de droits le (*indiquer ici la date d'entrée en vigueur du présent règlement*) ou avant cette date ne peut, après son assemblée annuelle suivante tenue au moins 90 jours après cette date, placer de titres à l'exercice de droits de souscription émis en vertu du régime, sauf s'il obtient ou a obtenu l'approbation des porteurs pour le régime, y compris toute modification importante, lors de cette assemblée.

11. Date d'entrée en vigueur

Le présent règlement entre en vigueur le (*indiquer ici la date d'entrée en vigueur du présent règlement*).

INSTRUCTION GÉNÉRALE RELATIVE AU RÈGLEMENT 62-105 SUR LES RÉGIMES DE DROITS DES PORTEURS

CHAPITRE 1 OBSERVATIONS GÉNÉRALES

1. Objet

Le règlement a pour objet d'instaurer au Canada une réglementation générale des régimes de droits qui donne au conseil d'administration et aux actionnaires de la société visée un plus grand pouvoir discrétionnaire quant à l'utilisation des régimes, de réduire le nombre de cas dans lesquels les autorités en valeurs mobilières auraient à intervenir et de maintenir un marché actif de prises de contrôle.

CHAPITRE 2 INTERPRÉTATION

2. Droit de souscription

Pour l'application du règlement, l'expression « droit de souscription » s'entend de tout droit ou titre permettant au porteur, à certaines conditions ou non, d'acquérir ou de recevoir des titres de capitaux propres ou des titres comportant droit de vote d'un émetteur à un prix nettement inférieur à leur cours. Elle doit recevoir une interprétation libérale.

3. Modification importante

Une modification importante d'un régime de droits s'entend de toute modification dont on pourrait raisonnablement s'attendre à ce qu'elle influe sur la décision des porteurs de la société visée d'approuver ou non le régime.

4. Signification de l'expression « nouveau régime de droits »

Pour l'application de l'article 7 du règlement, l'expression « nouveau régime de droits » s'entend également d'une modification importante d'un régime qui est similaire pour l'essentiel à un régime pour lequel l'émetteur n'a pas obtenu l'approbation des porteurs conformément au paragraphe 1, 2 ou 3 de l'article 2.

CHAPITRE 3 INTERVENTION DES AUTORITÉS EN VALEURS MOBILIÈRES

5. Motif d'intervention

Les autorités en valeurs mobilières ne prononceront d'interdictions d'opérations à l'égard de régimes de droits adoptés conformément au règlement pour des motifs d'intérêt public que si l'émetteur visé agit en contravention des principes fondamentaux de celui-ci ou si un motif d'intervention dans l'intérêt public qui n'est pas prévu par celui-ci se fait jour. De manière générale, elles n'appliquent plus à l'examen des régimes de droits le principe voulant qu'« il vient un moment où la pilule doit cesser de produire ses effets ».

6. Approbation des porteurs

La décision d'adopter ou de maintenir un régime de droits revient aux porteurs. Les autorités en valeurs mobilières estiment de manière générale que le conseil d'administration de la société visée est autorisé à conserver tout régime approuvé par la majorité des porteurs lors d'une assemblée annuelle antérieure ou en réaction à une offre publique d'achat.

7. Validité des régimes de droits

Les autorités en valeurs mobilières ne sont pas habilitées à se prononcer sur la validité des régimes de droits en droit des sociétés. Le règlement ne rend aucun régime de droits valide s'il ne l'est pas en vertu du droit des sociétés.

8. Dispense

Les autorités en valeurs mobilières ont le pouvoir général d'accorder des dispenses de l'application du règlement. Elles étudieront généralement les demandes de dispense en fonction des principes énoncés dans l'*Avis 62-202 relatif aux mesures de défense contre une offre publique d'achat* et ses modifications.

RÈGLEMENT MODIFIANT LE RÈGLEMENT 41-101 SUR LES OBLIGATIONS GÉNÉRALES RELATIVES AU PROSPECTUS

Loi sur les valeurs mobilières
(chapitre V-1.1, a. 331.1, par. 1° et 34°)

1. L'article 1.1 du Règlement 41-101 sur les obligations générales relatives au prospectus est modifié par l'insertion, après la définition de l'expression « prospectus simplifié », de la suivante :

« « régime de droits » : un régime de droits au sens de l'article 1 du Règlement 62-105 sur les régimes de droits des porteurs; ».

2. L'Annexe 41-101A1 de ce règlement est modifiée par l'insertion, après la rubrique 27.1, de la suivante :

« 27.2. Régime de droits

Si l'émetteur a adopté un régime de droits et n'est émetteur assujéti dans aucun territoire du Canada immédiatement avant la date du prospectus ordinaire définitif, fournir l'information prévue au sous-paragraphe *a* du paragraphe 6 de l'article 2 du Règlement 62-105 sur les régimes de droits des porteurs. ».

3. Le présent règlement entre en vigueur le (*indiquer ici la date d'entrée en vigueur du présent règlement*).

RÈGLEMENT MODIFIANT LE RÈGLEMENT 51-102 SUR LES OBLIGATIONS D'INFORMATION CONTINUE

Loi sur les valeurs mobilières
(chapitre V-1.1, a. 331.1, par. 1° et 34°)

1. L'article 1.1 du Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue est modifié par l'insertion, après la définition de l'expression « rapport de gestion », de la suivante :

« régime de droits » : un régime de droits au sens de l'article 1 du Règlement 62-105 sur les régimes de droits des porteurs; ».

2. L'Annexe 51-102A5 de ce règlement est modifiée :

1° par le remplacement, dans le paragraphe *c* de la partie 1, de la dernière phrase par la suivante :

« Cependant, l'information à présenter dans l'Annexe 51-102A6 ou en vertu de la rubrique 14.6 de la présente annexe ne peut être intégrée par renvoi dans la circulaire. »;

2° par l'insertion, dans la partie 2 et après la rubrique 14.5, de la suivante :

« **14.6.** Si l'ordre du jour porte sur l'approbation des porteurs pour un régime de droits ou une modification importante d'un régime de droits conformément au Règlement 62-105 sur les régimes de droits des porteurs, fournir l'information prévue au sous-paragraphe *a* du paragraphe 6 de l'article 2 de ce règlement et remplir les autres obligations de la rubrique 14. ».

3. Le présent règlement entre en vigueur le (*indiquer ici la date d'entrée en vigueur du présent règlement*).

RÈGLEMENT MODIFIANT LE RÈGLEMENT 62-104 SUR LES OFFRES PUBLIQUES D'ACHAT ET DE RACHAT

Loi sur les valeurs mobilières
(chapitre V-1.1, a. 331.1, par. 1° et 34°)

1. L'article 1.1 du Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat est modifié par l'insertion, après la définition de l'expression « offre publique de rachat », de la suivante :

« « régime de droits » : un régime de droits au sens de l'article 1 du Règlement 62-105 sur les régimes de droits des porteurs; ».

2. L'Annexe 62-104A3 de ce règlement est modifiée par l'insertion, dans la partie 2 et après la rubrique 16, de la suivante :

« Rubrique 16.1 Régime de droits

Si l'émetteur visé a adopté un ou plusieurs régimes de droits, fournir sur chaque régime l'information prévue au sous-paragraphe *a* du paragraphe 6 de l'article 2 du Règlement 62-105 sur les régimes de droits des porteurs.

Si l'émetteur visé n'a pas adopté de régime de droits, indiquer s'il compte le faire en réponse à l'offre. ».

3. Le présent règlement entre en vigueur le (*indiquer ici la date d'entrée en vigueur du présent règlement*).

**MODIFICATION DE L'AVIS 62-202 RELATIF AUX MESURES DE DÉFENSE
CONTRE UNE OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT**

1. L'Avis 62-202 relatif aux mesures de défense contre une offre publique d'achat est modifié par l'insertion, après l'intitulé « **PARTIE 1 MESURE DE DÉFENSE** », de l'article suivant :

« 1.0 Champ d'application

Le présent avis ne s'applique pas aux régimes de droits visés par le *Règlement 62-105 sur les régimes de droits des porteurs.* ».

MODIFICATION DE L'INSTRUCTION GÉNÉRALE 62-203 RELATIVE AUX OFFRES PUBLIQUES D'ACHAT ET DE RACHAT

1. L'Instruction générale 62-203 relative aux offres publiques d'achat et de rachat est modifiée par l'insertion, après l'article 2.9, du suivant:

« 2.10. Avis de changement relatif à un régime de droits

Pour l'application du paragraphe 1 de l'article 2.18 du règlement et du paragraphe 1 de l'article 95.1 de la Rule de la CVMO, le personnel des ACVM estime que l'adoption d'un régime de droits au sens du *Règlement 62-105 sur les régimes de droits des porteurs* par l'émetteur visé à la suite de la transmission d'une circulaire des administrateurs représente un changement dans l'information contenue dans cette circulaire ou un avis de changement s'y rapportant qui est susceptible d'avoir une incidence sur la décision des porteurs d'accepter ou de rejeter l'offre. ».

Draft Regulations

Securities Act

(R.S.Q. c. V-1.1, s. 331.1, pars. (1), (3), (4.1), (8), (11), (21) and (34), and s. 331.2)

Regulation 62-105 respecting Security Holder Rights Plans and concordant regulations

Notice is hereby given by the *Autorité des marchés financiers* (the "Authority") that, in accordance with section 331.2 of the *Securities Act*, R.S.Q. c. V-1.1, the following Regulations, the texts of which are published hereunder, may be made by the Authority and subsequently submitted to the Minister of Finance for approval, with or without amendment, after 90 days have elapsed since their publication in the Bulletin of the Authority:

- *Regulation 62-105 respecting Security Holder Rights Plans;*
- *Regulation to amend Regulation 41-101 respecting General Prospectus Requirements;*
- *Regulation to amend Regulation 51-102 respecting Continuous Disclosure Obligations;*
- *Regulation to amend Regulation 62-104 respecting Take-Over Bids and Issuer Bids.*

Draft amendments to the following policy statement are also published hereunder:

- *Policy Statement to Regulation 62-105 respecting Security Holder Rights Plans;*
- *Amendments to Policy Statement 62-203 respecting Take-Over Bids and Issuer Bids.*

We are also proposing to make related consequential changes to *Notice 62-202 relating to Take-Over Bids – Defensive Tactics*.

Request for comment

Comments regarding the above may be made in writing by **June 12, 2013**, to the following:

M^e Anne-Marie Beaudoin
 Corporate Secretary
 Autorité des marchés financiers
 800, square Victoria, 22^e étage
 C.P. 246, tour de la Bourse
 Montréal (Québec) H4Z 1G3
 Fax: (514) 864-6381
 E-mail: consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

Further information

Further information is available from:

Rosetta Gagliardi
Senior Policy Advisor
Autorité des marchés financiers
514-395-0337 ext. 4462
Toll-free: 1 877 525-0337
rosetta.gagliardi@lautorite.qc.ca

Sandrine Tremblay
Senior Securities Analyst
Autorité des marchés financiers
514-395-0337 ext. 4425
Toll-free: 1 877 525-0337
sandrine.tremblay@lautorite.qc.ca

March 14, 2013



Notice and Request for Comment

Draft Regulation 62-105 Respecting Security Holder Rights Plans

Draft Policy Statement to Regulation 62-105 Respecting Security Holder Rights Plans

and

Draft Consequential Amendments

March 14, 2013

INTRODUCTION

The Canadian Securities Administrators (the CSA or we) are publishing for a 90 day comment period draft *Regulation 62-105 respecting Security Holder Rights Plans* (the Draft Regulation) and draft *Policy Statement to Regulation 62-105 respecting Security Holder Rights Plans* (the Draft Policy Statement).

We are also proposing to make related consequential changes (i) to *Notice 62-202 relating to Take-Over Bids – Defensive Tactics*¹ (Notice 62-202) and *Policy Statement 62-203 respecting Take-Over Bids and Issuer Bids* (Policy Statement 62-203), and (ii) consequential amendments to *Regulation 62-104 respecting Take-Over Bids and Issuer Bids* (Regulation 62-104), OSC Rule 62-504 *Take-Over Bids and Issuer Bids* (OSC Rule 62-504), *Regulation 41-101 respecting General Prospectus Requirements* (Regulation 41-101), and *Regulation 51-102 respecting Continuous Disclosure Obligations* (Regulation 51-102) (collectively, the consequential changes and amendments are referred to herein as the Consequential Amendments).

The Draft Regulation, Draft Policy Statement and Consequential Amendments (the Proposed Materials) relate only to security holder rights plans (Rights Plans). The Proposed Materials are a part of a broader and on-going CSA initiative to review defensive tactics issues, including, for example, the role of private placements during take-over bids. CSA staff will consider potential changes to Notice 62-202 or the take-over bid regime as part of this broader review.

¹ In jurisdictions other than Québec, *Notice 62-202 relating to Take-Over Bids – Defensive Tactics* is known as *National Policy 62-202 Take-Over Bids – Defensive Tactics*.

The Proposed Materials establish a regulatory framework for Rights Plans in all CSA jurisdictions. In general, the Draft Regulation will allow Rights Plans adopted by boards of directors of issuers to remain in place provided majority security holder approval of the Rights Plan is obtained within specified times. This approach would change the current regulatory treatment of Rights Plans. Currently, if a hostile bidder asks a Canadian securities regulatory authority to cease trade a Rights Plan to render it inoperative, that authority will generally do so after a specified time.

We intend the Draft Regulation to address concerns about the limited ability of an issuer to respond to an unsolicited or hostile take-over bid when adopting a Rights Plan, while ensuring that a majority of shareholders of the issuer are supportive of the Rights Plan measure proposed by the issuer's management. As is explained in the Draft Policy Statement, securities regulators do not anticipate intervening on public interest grounds to cease trade a Rights Plan that was adopted in compliance with the Draft Regulation unless the target issuer engages in conduct that undermines the principles underlying the Draft Regulation or there is a public interest rationale for the intervention not contemplated by the Draft Regulation. Therefore, if the Draft Regulation was in force, the principle that "there comes a time when the pill has got to go" would generally be no longer applicable to the review of Rights Plans by securities regulators.

Currently, Rights Plans are subject to stock exchange requirements that require approval of a Rights Plan by a majority vote of shareholders within six months of adoption. The securities regulators may also review Rights Plans under their respective public interest jurisdictions as a defensive tactic with reference to the guidance in Notice 62-202 and principles derived from securities regulatory authorities' decisions that have applied Notice 62-202 to Rights Plans. As a result, the adoption of the Draft Regulation and Draft Policy Statement will require consequential amendments to Notice 62-202 to exclude Rights Plans from its general application and, to the extent necessary, amendments to stock exchange requirements applicable to Rights Plans. We are in discussions with the Toronto Stock Exchange (TSX) and the Toronto Stock Exchange – Venture (TSXV) on the timing and publication of any necessary amendments to the applicable listing provisions. We note that we may propose further changes to Notice 62-202 at a future date in connection with our broader CSA initiative to review defensive tactics issues other than Rights Plans.

The text of the Proposed Materials is published with this Notice and will also be available on websites of CSA jurisdictions, including:

www.lautorite.qc.ca
www.albertasecurities.com
www.bsc.bc.ca
www.msc.gov.mb.ca
www.gov.ns.ca/nssc
www.nbsc-cvmnb.ca
www.osc.gov.on.ca
www.sfsc.gov.sk.ca

BACKGROUND

1. Nature and Purpose of Rights Plans

Rights Plans are a defensive tactic often adopted by company boards in anticipation of or in response to hostile take-over bids.² A typical Rights Plan provides for the issuance of rights that permit shareholders of the target company, other than a potential bidder, to acquire additional shares of the target company at a deep discount to market price if a specified share ownership threshold is triggered (usually 20% of a class of equity shares). A Rights Plan deters potential bidders from making a take-over bid because the exercise of the rights makes it prohibitively expensive for the bidder to acquire the target company shares. As a result, where a Rights Plan exists, a bidder can take-up shares under the bid, as a practical matter, only if the target company board waives or redeems the rights issued under the Rights Plan or a court or regulator rescinds or ceases to trade the Rights Plan. Generally, a hostile bidder in Canada will apply to securities regulators to cease trade a Rights Plan because their practice has been to cease trade a Rights Plan within a certain period of time after the bid is launched.

In Canada, most Rights Plans contain “permitted bid” conditions that allow a take-over bid to be made to target company shareholders without triggering the Rights Plan if: (i) the bidder keeps the take-over bid open for a minimum period of time (usually 60 days), (ii) the bidder is not entitled to acquire shares under the take-over bid unless a majority of shares owned by persons other than the bidder are tendered, and (iii) the bidder is obligated to extend the bid for an additional 10 days following the bidder’s initial take-up under the take-over bid.

Rights Plans may have different purposes. First, they serve to restrict creeping acquisitions of the target company’s securities through normal course transactions or private agreement transactions that are otherwise exempt from the “formal bid” requirements of securities legislation.

Second, Rights Plans may be used to encourage potential hostile bidders to make bids that conform to “permitted bid” conditions in the Rights Plan.

Third, Rights Plans may be used to delay a hostile take-over to give the target board more time to respond to the bid and to maximize shareholder value.

Fourth, Rights Plans give the target board some leverage to negotiate with the bidder.

Fifth, a Rights Plan that does not contain “permitted bid” conditions would, absent regulatory intervention, otherwise require the bidder to launch a proxy battle to replace the target’s board of directors and elect new directors that may be more willing, subject to

² A reference to a “hostile take-over bid” in this Notice means generally that the bid is unsolicited and is not supported by the target company’s board of directors.

their fiduciary duty to the target, to redeem the rights issued under the Rights Plan and permit the bid to be put to target shareholders for their consideration.

2. Current Canadian securities regulatory framework for Rights Plans

(a) Overview of Position of Stock Exchanges and Regulators

In Canada, the adoption of a Rights Plan is subject to applicable stock exchange requirements that require shareholder approval of the Rights Plan within a specified time. However, if an issuer adopts a Rights Plan in anticipation of, or in the face of, a hostile take-over bid, then stock exchanges will generally defer their review pending the securities regulators' consideration of the matter. The ability of a target company board to maintain a Rights Plan in response to a hostile take-over bid, whether or not the target company has obtained shareholder approval, may, if requested, be subject to review by the securities regulators based on guidance in Notice 62-202 regarding defensive tactics and principles derived from their decisions applying Notice 62-202 to Rights Plans.

(b) Stock Exchange Requirements

Because Rights Plans involve the potential issuance of equity securities, Canadian stock exchanges regulate, in some respects, and approve the adoption of Rights Plans by listed issuers. Under sections 634 – 637 of the Toronto Stock Exchange (TSX) Company Manual, the TSX³ will consent to the adoption of a Rights Plan by a listed issuer provided:

- (i) the listed issuer has filed a draft of the Rights Plan with the TSX together with a letter setting out specified information about the circumstances under which the Rights Plan is being adopted and its terms;
- (ii) the Rights Plan will be submitted for approval by a majority of shareholders at a meeting held within six months following adoption of the Rights Plan; and
- (iii) shareholder approval is obtained by both a majority vote that excludes a shareholder exempted from the operation of the Rights Plan and a vote that includes such shareholder.

The TSX defers its decision to consent to a Rights Plan if it was adopted in response to a specific take-over bid that has been made or is contemplated on the basis that securities regulators may be asked to intervene under Notice 62-202. The listed issuer cannot amend a Rights Plan without the listed issuer filing a summary of the proposed changes to the Rights Plan with the TSX and obtaining the TSX's consent.

Stock exchange staff may also monitor and evaluate the terms of Rights Plans from a market integrity perspective. For example, the TSX Company Manual sets out additional requirements where issuers adopt Rights Plans with triggering thresholds of less than

³ The TSXV provides similar requirements for Rights Plans.

20% (the take-over bid threshold) in order to address concerns that the Rights Plan may be used for an inappropriate purpose such as thwarting a potential proxy contest or preventing the disposition of a block of securities that is above the lower triggering threshold.

(c) CSA approach to Rights Plans

The current CSA approach to Rights Plans is based on the guidance in Notice 62-202 and the principles derived from the decisions applying Notice 62-202 to Rights Plans. Rights Plans typically come before securities regulatory authorities when a bidder applies to cease trade the Rights Plan on public interest grounds. The securities regulatory authority of the jurisdiction in which the target company's head office is located will apply the guidance in Notice 62-202 and applicable case law when considering the bidder's application and will hold a hearing if necessary.

(i) Notice 62-202

The CSA adopted Notice 62-202 in 1986.⁴ The policy provides guidance on the circumstances in which securities regulators would intervene on public interest grounds to protect the *bona fide* interests of target company shareholders when a take-over bid is made. Notice 62-202 addresses the over-arching concern that, in the context of a hostile take-over bid, the interests of management of the target company may not coincide with those of shareholders and that management may implement defensive measures that deny shareholders the ability to respond to a bid.

Notice 62-202 sets out a number of key principles concerning the take-over bid regime and the role of defensive tactics, such as:

⁴ Notice 62-202 is the successor policy to National Policy Statement No. 38 *Take-Over Bids – Defensive Tactics* which was rescinded in 1997.

- take-over bids play an important role in the economy by acting as a discipline on management and in reallocating economic resources to their best use;
- in considering a bid, there is a possibility that the interests of target management will differ from those of the target shareholders;
- the primary objective of bid legislation is to protect the *bona fide* interests of target shareholders and a secondary objective is to provide an open and even-handed environment for take-over bids;
- a specific set of rules for board conduct would not be appropriate but regulators will intervene in specific cases that may be abusive of shareholder rights;
- unrestricted auctions produce the most desirable results in take-over bids and regulators will intervene if defensive tactics are adopted that will likely deprive shareholders of their ability to tender to a bid or a competing bid; and
- prior shareholder approval will generally allay concerns with respect to a defensive tactic.

Notice 62-202 applies to a broad range of defensive measures and does not specifically address a particular type of defensive measure such as a Rights Plan. However, Notice 62-202 has been applied most often by securities regulators to the use of Rights Plans by target company boards.

(ii) Application of Notice 62-202 to Rights Plans

Securities regulators have generally applied Notice 62-202 to intervene and cease trade a Rights Plan upon application by a bidder if no competing bid or transaction is likely to arise or where the board of the target company is not soliciting competing bids or transactions. The current approach of securities regulators as reflected in written decisions is that a Rights Plan “must go” once it has accomplished its “legitimate” purpose of maximizing shareholder choice and value by encouraging competing bids or transactions.

The main issue at regulatory hearings typically concerns how much additional time a target company board should have to solicit competing bids or transactions beyond the minimum deposit period required under securities legislation (currently 35 calendar days). Securities regulators have identified a number of factors relevant to deciding that question.⁵

⁵ See, in particular, *Re Royal Host Real Estate Investment Trust* (1999), 22 OSCB 7819.

Although the primary focus of analysis at regulatory hearings has been on the best interests of target shareholders, securities regulators have recognized that the legal framework applicable to Rights Plans should be reasonably transparent and predictable so that market participants, including issuers, investors and potential bidders, can make informed decisions when a hostile take-over bid is made.⁶

At the same time, the framework must be flexible enough to address particular circumstances and to allow a target company board to fulfill its fiduciary duties.⁷

We have recently seen a number of cases in which securities regulators have granted a target company board more time to facilitate an auction than was typically granted in the past or have relied on shareholder approval in the face of a take-over bid as a basis not to intervene to cease trade a Rights Plan.⁸

3. Approaches to defensive tactics in the United States and United Kingdom

The CSA approach to defensive tactics, and Rights Plans in particular, can be contrasted with the approach by courts and state legislatures in the United States and the approach of regulators in the United Kingdom.

The ability of target boards to respond to hostile bids by adopting a Rights Plan or other defensive measures is significantly different under applicable Delaware and United Kingdom law.

In general, the current Canadian approach to Rights Plans and other defensive measures involves more active regulatory intervention than under the Delaware regime but is less restrictive than the United Kingdom Takeover Code (the **Takeover Code**).

A summary of the Delaware and United Kingdom approaches to Rights Plans and other defensive tactics is set out at Schedule A.

4. Concerns raised about the current CSA approach to Rights Plans

(a) Principled concerns with the current approach

There are two principled concerns with respect to Canadian securities regulators' current approach to Rights Plans.

First, some market participants believe that the current Canadian approach generally favours bidders rather than targets and their shareholders, limits board and shareholder discretion and does not necessarily maximize value for shareholders. Some of these market participants also argue that the current approach has contributed to the "hollowing

⁶ See, for example, discussion in *Re Cara Operation Limited and The Second Cup Limited* (2002), 25 OSCB 7997.

⁷ See *Re MDC Corporation and Regal Greetings & Gifts Inc.* (1994), 17 OSCB 4971.

⁸ See, for example, *Re Pulse Data Inc.*, 2007 ABASC 895, *Re Neo Materials Technologies* (2009), 32 OSCB 6941, and *Re 1468860 Alberta Ltd [Canadian Hydro Developers]*, 2009 ABASC 448.

out” of corporate Canada by making Canadian issuers easier to acquire than issuers in other jurisdictions.

In particular, these market participants believe that Canadian securities regulators may intervene too early when cease trading a Rights Plan. A Rights Plan in Canada is typically cease traded within 45 to 55 days after the launch of a take-over bid. Some believe that such a period leaves a target company board with limited leverage to negotiate with a hostile bidder. In contrast, a Rights Plan adopted under Delaware law can provide a very extended period of protection (see Schedule A of this Notice).

To address these concerns, some commentators have suggested that securities regulators revoke Notice 62-202 and stop regulating take-over bid defensive tactics in any respect. They would prefer that defensive tactics be regulated only by the courts as a matter of fiduciary duty law or pursuant to the “oppression” remedy under corporate legislation.

In our view, however, securities regulators have a legitimate role in regulating take-over bids to ensure that defensive tactics do not unduly restrict the ability of shareholders to respond to a bid and do not unduly discourage the making of hostile bids. This role is consistent with the detailed rules contained in securities legislation regulating the making and conduct of take-over bids.

The second principled concern with the current approach to Rights Plans relates to the collective action problem faced by shareholders in responding to a take-over bid.

When responding to a take-over bid, shareholders may either tender their shares or choose not to, but they are not able to act collectively through a shareholders’ vote. As a result, shareholders may feel pressured to tender to a take-over bid in order not to have payment for their shares delayed or be left behind with a minority shareholding position in a less liquid stock if the bidder acquires less than all the shares of the target company.

The collective action problem provides a hostile bidder with a strategic advantage because shareholders may feel pressured to tender even if they do not support the bid and do not wish to accept it.⁹ This dynamic might, however, be altered if shareholders were entitled to make a collective decision about the maintenance of a particular Rights Plan in the face of a take-over bid.

These two principled concerns have informed our approach to the Draft Regulation and Draft Policy Statement.

(b) Specific issues with the current approach

⁹ This collective action problem does not arise where a transaction proceeds as a merger or arrangement that requires a shareholder vote.

We describe below other specific concerns with the current approach of securities regulators to Rights Plans.

(i) Discretion of the board and shareholders

The current approach to Rights Plans may result in securities regulators pre-empting the discretion of (i) target company boards of directors to act in what they perceive to be shareholders' best interests by implementing a Rights Plan or maintaining it in place, and (ii) target shareholders to approve or retain a Rights Plan if they consider that to be in their best interests.

The current approach generally does not address the fact that:

1. A board may wish as a strategic matter to maintain a Rights Plan for an extended period to negotiate a higher price or more acceptable terms from a hostile bidder (even if a competing bid is not being solicited or is not likely). A hostile bidder will know that securities regulators will typically cease trade a Rights Plan within 45 to 55 days. As a result, the bidder may have little incentive to negotiate with the board to improve the terms of the bid.
2. Shareholders may not want to receive certain types of bids or may not want to receive any bid at all in certain circumstances. This may be particularly true for partial bids and bids by significant shareholders that are not subject to a minimum tender condition (which may result in the acquisition of control without the bidder paying a full control premium). In these circumstances, shareholders may feel pressured to tender and suffer from the collective action problem referred to above.

In contrast, in the United States, a Rights Plan can remain in place almost indefinitely subject to the right of shareholders to vote to remove the board (although that action may be delayed by staggered boards and other structural defences).

(ii) Current approach is not based on a policy review

The securities regulators' current approach to Rights Plans has evolved through adjudicative decisions in contested hearings rather than as a result of a policy review as to the appropriate approach to regulating Rights Plans. Rights Plans were adopted as a defensive tactic in Canada after the implementation of Notice 62-202 and, accordingly, the policy does not expressly address them.

Adjudicative decisions generally follow the Ontario Securities Commission's 1992 decision in *Canadian Jorex*¹⁰ that held that "there comes a time when the pill has got to go" (that is to say, when it has accomplished its only "legitimate" purpose of encouraging competing bids or transactions). That decision was made in circumstances in which cease trading a Rights Plan allowed shareholders to decide between two competing bids.

¹⁰ See *Re Canadian Jorex Ltd.*, (1992) 15 OSCB 257.

There have been a number of market and governance developments since the adoption of Notice 62-202 and the decision in *Canadian Jorex* that suggest a need to revisit the assumptions on which the current securities regulatory approach to Rights Plans is based. These developments include the adoption of relatively standard form “permitted bid” Rights Plans, more cross-border bids that require increased time for the board to respond, changes in board governance practices and greater shareholder activism.

The significance of shareholder activism is evidenced by the evolution of Rights Plans from less shareholder friendly plans to the current standard of a “permitted bid” Rights Plan. Shareholders have been increasingly assertive in a number of governance matters, such as majority voting and advisory votes on executive compensation, and in launching dissident proxy campaigns to replace board members. We think it is appropriate that shareholders also determine, in conjunction with their boards, the appropriate approach to Rights Plans based on the particular circumstances of the issuer.

We believe that the considerations above reinforce the need for the policy review reflected in the Draft Regulation and Draft Policy Statement .

(iii) Risk of inconsistent regulatory decisions

Given the event-driven nature of decision-making through contested hearings interpreting the application of Notice 62-202, there is a risk of inconsistent and unpredictable decisions regarding Rights Plans by securities regulators in different jurisdictions or even in the same jurisdiction but at different times.

These varying determinations can occur as a result of different perspectives on underlying principles, such as the relevance of shareholder approval to the particular circumstances, the relevance of the board’s fiduciary duty obligations when responding to hostile take-over bids, and the significance of the risk of structural coercion of target company shareholders by the bidder in particular circumstances, as they are applied to the facts of a particular case.

We anticipate that the Draft Regulation and Draft Policy Statement may reduce the likelihood of inconsistent decisions related to Rights Plans.

(iv) Consistency with the fiduciary duty of directors

Some commentators have suggested that intervention by securities regulators to cease trade Rights Plans inappropriately fetters the discretion of target boards to apply their fiduciary duty to act in the best interests of the corporation in a manner consistent with the *BCE*¹¹ decision by the Supreme Court of Canada.

The Draft Regulation would provide target boards with greater flexibility in determining whether to adopt or maintain a Rights Plan by taking into account considerations relating to their fiduciary duty to the corporation and its stakeholders, including shareholders.

¹¹ *BCE Inc. v. 1976 Debentureholders*, 2008 SCC 69.

However, we are of the view that the ultimate decision about the adoption or maintenance of a Rights Plan should remain with the shareholders and not with the board of directors, regulators or courts. This is reflected in the Draft Policy Statement which indicates that the securities regulators' policy approach is that generally a target board would be permitted to retain a rights plan if a majority of its shareholders have approved the Rights Plan at a prior annual meeting or in the face of the bid.

SUBSTANCE AND PURPOSE OF THE DRAFT REGULATION

1. Overview of the Draft Regulation

As is explained in the Draft Policy Statement, the purpose of the Draft Regulation is to: (1) establish a comprehensive regulatory framework for Rights Plans in Canada that provides target boards and shareholders with greater discretion over the use of Rights Plans; (2) reduce the circumstances where regulatory intervention may be necessary; and (3) maintain an active market for corporate control.

In developing the Draft Regulation, we have accepted as a general proposition that securities regulators should:

- (i) interfere with the role of the target board only to the extent necessary to protect the legitimate interests of shareholders;
- (ii) intervene to regulate Rights Plans only to the extent necessary to achieve accepted policy objectives, including any public interest objectives not contemplated in the Draft Regulation;
- (iii) attempt to develop a broad framework that leaves decisions to the target board and target shareholders;
- (iv) avoid creating arbitrary rules that cannot be responsive to all of the circumstances that a target board may face; that is, recognizing that a one-size-fits-all approach to Rights Plans is not the most desirable or effective; and
- (v) regulate the specific terms of Rights Plans only to a limited extent.

The basic elements of the Draft Regulation are:

- (i) a Rights Plan is effective¹² when adopted by the board of directors but it must be approved by security holders within 90 days from the date of adoption or, if adopted after a take-over bid has been made, within 90 days from the date the take-over bid was commenced;

¹² We use the concept of "effectiveness" of a Rights Plan in this Notice for ease of reference. Under the Draft Regulation, the effectiveness or not of a Rights Plan is expressed in terms of a prohibition on the distribution of a security pursuant to the exercise of a right issued under a Rights Plan unless certain conditions are met.

- (ii) a Rights Plan must be approved annually by majority vote of shareholders to continue to remain effective;
- (iii) shareholders can terminate a Rights Plan at any time by majority vote;
- (iv) any shares held by the bidder are excluded from a security holder vote to adopt, maintain or amend a Rights Plan;
- (v) material amendments to a Rights Plan must be approved by security holders within 90 days of the date of adoption;
- (vi) a Rights Plan is effective only against take-over bids or an acquisition by a person of securities of the issuer (e.g. it cannot be triggered by a shareholder vote); and
- (vii) a Rights Plan cannot be used to discriminate between take-over bids, so if it is waived or modified with respect to one take-over bid it must be waived or modified with respect to any other take-over bid.

2. Objectives of the Draft Regulation

Take-over bid regulation protects target shareholders by creating an orderly and structured process for changes in control that are effected through the acquisition of a substantial number of shares from shareholders. The purpose of take-over bid regulation is to ensure fair treatment of target shareholders and that all market participants know what rules apply.

We intend that the Proposed Materials will modernize, harmonize and codify the CSA approach to Rights Plans. In developing the Proposed Materials we have sought to establish a framework that will complement the policy objectives of take-over bid regulation by (i) assisting target shareholders to make a coordinated, voluntary and informed tendering decision, and (ii) giving shareholders the final say on whether they want to adopt a Rights Plan that grants more discretion to the target board or facilitates collective decision-making by shareholders.

We think the Draft Regulation is consistent with the policy goals of the CSA policy on defensive tactics, the primary purpose of which is the protection of the *bona fide* interests of shareholders of a target issuer. Notice 62-202 refers to prior shareholder approval as an important factor that would allay the concerns of securities regulatory authorities with respect to defensive tactics. The Draft Regulation leaves to shareholders the ultimate decision of whether to permit a Rights Plan to remain in place or not.

If we adopt the Proposed Materials, we anticipate that securities regulators will only intervene in the operation of a Rights Plan that is approved by security holders in limited circumstances where the substance or spirit of the Draft Regulation is not being complied

with or there is a public interest rationale for the intervention not contemplated by the Draft Regulation.

In this context, we think that the Draft Regulation will facilitate shareholder choice and also allow for greater board empowerment. The Draft Regulation sets out a framework permitting boards and shareholders, through the specific terms of a Rights Plan, to determine how much authority the board should have in responding to a take-over bid and the terms upon which a bid would be acceptable. Shareholders will have the ability to approve an existing Rights Plan at each annual meeting or, where a Rights Plan is adopted in the face of a bid, within 90 days of commencement of the bid.

An effect of the Draft Regulation and Draft Policy Statement will generally be to allow a board to maintain a Rights Plan in place for an indefinite period of time and in the face of a hostile take-over bid if the Rights Plan is approved by target company shareholders and the Rights Plan complies with the terms of the Draft Regulation. Nonetheless, the Draft Regulation preserves the ability of a hostile bidder to make an offer directly to target shareholders and, if there is a Rights Plan in place, to seek shareholder support for the termination of the Rights Plan. In this way, the Draft Regulation will still facilitate direct challenges to Rights Plans without obliging a bidder or aggrieved shareholder to launch a proxy contest for the purpose of installing a board that will support removal of the Rights Plan. We believe that a shareholder vote on the specific question of termination of a Rights Plan is preferable to the circumstance where a shareholders must decide whether to replace a majority of the board as a means to remove a Rights Plan. The removal of directors and the termination of a Rights Plan are two separate matters and shareholders should be able to consider them on their own merits.

Comparison of Draft Regulation with Approaches to Rights Plans in the United States and United Kingdom

The Draft Regulation reflects certain elements of both the U.S.-Delaware and United Kingdom regimes.

The Draft Regulation will introduce a formal regulatory framework for Rights Plans that will allow both target boards and target shareholders greater control over the use of Rights Plans if, as under the Takeover Code, it is approved by a majority of the shareholders. While the Takeover Code only permits defensive measures that have been approved by shareholders in the face of the bid, the Draft Regulation permits a Rights Plan to be maintained in the face of a hostile take-over bid if it was approved by shareholders either at the prior annual meeting or in the face of the bid.

The ability of the board, with shareholder approval, to adopt a Rights Plan will give the board greater latitude, as under Delaware law, to use the Rights Plan to negotiate with the bidder or reject the hostile take-over bid. However, unlike Delaware law, a bidder or dissident shareholder can seek to terminate a pre-approved Rights Plan without launching a proxy battle to elect the majority of the target board and rely on the new board to terminate the Rights Plan.

3. Effects of the Draft Regulation

In our view, adoption of the Draft Regulation may result in the following effects:

Effect on Shareholders

- Shareholders will decide by majority vote whether to approve a Rights Plan either at an annual or other meeting of the issuer in the absence of a bid or at a special meeting in the face of an actual bid.
- Shareholders may receive higher premiums for their shares as the Draft Regulation will give boards of directors more leverage in negotiating friendly transactions, in negotiating with hostile bidders and in generating an auction if a hostile take-over bid is made.
- When faced with a bid, shareholders may collectively decide by shareholder vote on a Rights Plan whether they wish to receive a bid without any compulsion to tender to it. This may mitigate the risk of coercion in the event of a partial bid or an “insider” bid by a significant shareholder.
- When faced with a bid, shareholders may be more likely to retain their shares if they want the issuer to remain independent or if they believe the Rights Plan may have the ultimate effect of increasing the bid price.
- Arbitrageurs may be somewhat discouraged from acquiring shares of a target company as the Draft Regulation will create more uncertainty as to the outcome of a bid. The adoption of a pre-approved Rights Plan will signal that the target board has increased leverage to respond to a bid and the length of time between the commencement of a bid and its completion is likely to be lengthier than under the current securities regulatory approach.
- The right of shareholders to accept a particular bid will be restricted where shareholders, by majority vote, approve maintaining a Rights Plan that could effectively prevent the bid from proceeding.

Effect on Boards of Directors

- Boards of directors will have more discretion, in the first instance, with respect to implementing and maintaining a Rights Plan.
- Boards of directors will have a greater range of alternatives, and potentially more time, to respond to a hostile take-over bid.
- Boards of directors will have greater leverage in negotiating with a hostile bidder.

- A bidder will require shareholders holding a majority of shares to reject a Rights Plan before any shares can be taken up under the bid. This will give boards of directors and shareholders more control over the terms under which they will accept a bid.
- By making the use of a Rights Plan a more effective take-over bid defence, the Draft Regulation may, to some extent, discourage the use of other defensive tactics by boards of directors.

Effect on Bidders

- The Draft Regulation may discourage hostile take-over bids by making them somewhat more time consuming, more expensive and less certain.
- A bidder will be able to challenge a Rights Plan through a proxy solicitation to terminate the Rights Plan by a majority shareholder vote.
- A bidder will have cause to challenge a Rights Plan by way of an application to the securities regulators only in limited circumstances.
- If an issuer adopts a Rights Plan, the Draft Regulation will effectively extend the period a bid will be outstanding.

Effect on Securities Regulators

- Securities regulators will enforce the regulatory regime with respect to Rights Plans and will generally intervene only where the target issuer engages in conduct that undermines the principles underlying the Draft Regulation or there is a public interest rationale for the intervention not contemplated by the Draft Regulation.
- There may be a reduction in the number of applications to cease trade Rights Plans and fewer Rights Plan hearings given that securities regulators would intervene in more limited circumstances.
- Any inconsistencies in the adjudicative decisions of securities regulators in different jurisdictions or over time with respect to Rights Plans may be resolved and the potential for future conflicting decisions may be reduced.

SUMMARY AND EXPLANATION OF KEY PROVISIONS OF THE DRAFT REGULATION

In this section, we describe the key provisions of the Draft Regulation, the rationale for those provisions and the effect of the provisions on those with an interest in a take-over bid.

1. Establishment of Rights Plan

(a) A Rights Plan is effective when it is adopted by an issuer's board of directors (subsection 2(4)).

A Rights Plan is effective from the date it is adopted by an issuer's board of directors rather than from the date that security holder approval is obtained. This maintains the status quo until the issuer obtains security holder approval and is consistent with current market practice. The Rights Plan will remain effective until the date by which it must be approved even if the board of directors chooses not to call a meeting, adjourns the meeting or fails to put the Rights Plan for consideration at a meeting.

The Draft Regulation would not prohibit the board of an issuer from adopting a second tactical Rights Plan with different or more restrictive terms than a pre-approved Rights Plan, so long as shareholders approve the second Rights Plan within 90 days.

(b) A Rights Plan must be approved by security holders of the issuer within 90 days from the date of adoption or, if adopted after a take-over bid has been announced or commenced, within 90 days from the date the take-over bid was commenced (subsection 2(1)).

For a Rights Plan to remain effective, security holders must approve it within 90 days of its adoption by the board. If a Rights Plan is implemented after the date a take-over bid is announced or commenced, the issuer must obtain security holder approval within 90 days from the earlier of date of commencement of the bid and the date of adoption of the Rights Plan. We selected the date of commencement of the take-over bid rather than the date of announcement of the take-over bid as a trigger for the 90 day period because a target board should not be required to make a decision with respect to a Rights Plan until it has been able to review the full terms of the offer.

We considered whether to provide issuers with a longer period of time, for example up to 6 months, to obtain security holder approval if a Rights Plan is adopted when the issuer's board is not aware of any anticipated bids or if no bid has been made. We believe that 90 days is sufficient time for issuers to call a meeting and obtain security holder approval under any circumstance and that it is preferable to apply a 90 day period for approval of a Rights Plan whether or not a hostile take-over bid has been made.

While the Draft Regulation requires an issuer to obtain security holder approval of a Rights Plan within the specified 90 day period in order for the Rights Plan to continue, the Draft Regulation does not require an issuer to call and hold a meeting within this 90 day period. If an issuer determines not to hold a meeting in time to satisfy the requirement for security holder approval within 90 days then, by operation of the Draft Regulation, the Rights Plan would cease to be effective upon expiration of the 90 day period.

The Draft Regulation does not require a previously approved Rights Plan to be re-approved by security holders in the event a take-over bid is made. We believe that target shareholders should be able to approve a Rights Plan with the expectation that the Rights

Plan will remain in place subject to annual approvals thereafter or the limited circumstances where regulatory intervention may be appropriate. An issuer's shareholders may want to pre-commit to a Rights Plan because they want their board to focus on creating long-term shareholder value. A pre-approved Rights Plan may, however, be removed by way of a shareholder vote after a bid has been commenced or at any other time.

- (c) An issuer that adopts a Rights Plan prior to becoming a reporting issuer is excluded from the requirement to obtain initial security holder approval (section 5).**

Security holders are presumed to have consented to the adoption of a Rights Plan if the disclosure document pursuant to which the issuer became a reporting issuer contains appropriate disclosure about the Rights Plan as specified in the Draft Regulation.

2. Renewal of Rights Plan

In order for a Rights Plan to continue to be effective, the Rights Plan must be approved no later than at each annual meeting following the initial shareholder approval (subsections 2(2) and (3)).

A Rights Plan ceases to be effective unless it is approved by a majority vote of security holders no later than each annual meeting of the issuer following the financial year in which the issuer first obtained approval of the Rights Plan. This provision provides security holders with the opportunity to reconsider each year whether to maintain the Rights Plan. This requirement also gives bidders the option to announce or launch a bid knowing when the Rights Plan will be considered for approval by security holders.

3. Non-Approval or Termination of a Rights Plan

- (a) A Rights Plan ceases to be effective if it is not approved by shareholders (subsections 2(1), (2) and (3)).**

No securities can be issued upon the exercise of rights issued under a Rights Plan if the issuer does not obtain shareholder approval as required by the Draft Regulation. A Rights Plan becomes ineffective if the board of the issuer fails to put the Rights Plan to a shareholder vote (in which case it lapses) or if it fails to receive the requisite majority approval at a meeting of the shareholders.

- (b) Security holders can terminate a Rights Plan by majority vote at any time (subsection 2(5)).**

Under corporate law, it may be open to a bidder or shareholder with sufficient shares to requisition a shareholder meeting to consider the termination of a Rights Plan. A Rights Plan can be terminated by a majority vote of security holders regardless of any prior approval of a Rights Plan. This provision gives ultimate control to security holders

whether to terminate a Rights Plan and provides an ongoing opportunity for: (i) a bidder to challenge a Rights Plan by requisitioning a meeting to approve termination of the Rights Plan, and (ii) security holders to challenge a Rights Plan at any time if they view the Rights Plan as reducing shareholder value.

The ability to terminate a Rights Plan by majority vote also means that bidders and shareholders do not have to replace the target board to remove a Rights Plan. Although staggered boards in Canada do not have the same effectiveness as in the United States, we do not believe that bidders or target shareholders should be required to remove the board so that an offer can be accepted.

(c) An issuer whose Rights Plan was not approved or was terminated cannot adopt a new Rights Plan for at least twelve months thereafter, except in certain circumstances (section 7).

The general rule is that an issuer is not permitted for a period of one year to implement a new Rights Plan if an issuer failed to obtain security holder approval of a Rights Plan within the required time period or if security holders voted to terminate a Rights Plan, except with prior security holder approval. However, the issuer can adopt a new Rights Plan if a formal take-over bid is made after the date when the prior Rights Plan lapsed or was terminated, subject to the requirement in section 2 of the Draft Regulation to obtain security holder approval within 90 days from the date of adoption.

Currently, the TSX does not, as a matter of practice, generally permit a new Rights Plan to be adopted for a three year period after a Rights Plan has failed to be approved. However, an issuer can adopt a new Rights Plan in the face of a bid or anticipated bid because the TSX defers review of such plans to the relevant securities regulatory authority. This allows for tactical Rights Plans even if a Rights Plan would not otherwise be permitted by the TSX.

We believe it is appropriate to allow for a new Rights Plan to be adopted and effective in the face of a bid even if a prior Rights Plan has lapsed or been terminated within 12 months prior to the bid. The target board would need to obtain shareholder approval of such Rights Plan within 90 days of adoption, but the Rights Plan would be effective in the interim.

Our concern with a general prohibition against adopting a Rights Plan after a plan has lapsed or been terminated is that it could leave the issuer and its shareholders vulnerable to a hostile take-over bid that is launched within 12 months after a Rights Plan ceases to be effective. We also note that it is possible that shareholders of an issuer may choose to vote in favour of a Rights Plan implemented in the face of an actual bid even if they had previously voted against such a plan.

4. Shareholder Approval

(a) A bidder and its joint actors are excluded from the shareholder vote required to adopt, maintain, amend or terminate a Rights Plan (subsection 1(1)).

The Draft Regulation requires security holder approval of a Rights Plan and excludes a bidder and its joint actors from participating in any required vote. The bidder is in an obvious conflict of interest when a Rights Plan is being considered by shareholders because the vote on the Rights Plan is effectively a referendum on the bid.

The most significant impact of this restriction may occur on bids by significant shareholders, in particular if a partial bid or a bid without a minimum tender condition is made. In these circumstances, the ability of independent target shareholders to vote on a Rights Plan will increase the leverage of the target board in negotiating with a bidder that is an insider.

An insider bidder's ability to increase its ownership by making a partial bid or a bid without a minimum tender condition increases the pressure on minority shareholders to tender if they have to make independent decisions on whether to tender to the bid. Minority shareholders may tender into a partial bid they consider financially inadequate if they are concerned about reduced liquidity after the bid, the reduced likelihood of receiving a control premium, the increased control in the hands of the bidder, the increased ability of the bidder to acquire the target without minority approval once it owns 90 percent of the target shares, and the continued risk of future creeping bids. The ability of the target board to adopt a Rights Plan and maintain it with independent shareholder support would reduce the pressures on shareholders to accept a bid they view as undervaluing the shares.

Another important question in determining who is excluded from voting on the approval of a Rights Plan is whether target management should be permitted to vote. These individuals have a potential conflict of interest where a hostile take-over bid is made. Our view is that management should not be excluded from the shareholder vote as their vote would be proportional to their economic interest held through share ownership. Accordingly, they would only be able to exert influence commensurate with their share interest in the same way as other shareholders.

(b) A Rights Plan must be approved by (a) a majority vote of security holders that excludes the votes of an exempted security holder and its joint actors, and (b) a separate vote that does not exclude the votes of such security holder (section 6).

This provision addresses circumstances in which holders of grandfathered shares (typically existing large security holders) are exempted from the application of the Rights Plan if their holdings are above the threshold at which the Rights Plan is triggered. Grandfathered shareholders are often also permitted to increase their ownership by making annual restricted creeping acquisitions without triggering the Rights Plan.

This provision is similar to current TSX requirements and requires issuers to obtain dual approval from a vote that includes a grandfathered shareholder and a separate vote that excludes such shareholder.

The purpose of the dual vote is to recognize that the grandfathered shareholder and “minority” shareholders may have different but legitimate interests. The grandfathered shareholder faces restrictions on acquiring further shares that did not exist before the Rights Plan was implemented. There is also a risk that if the grandfathered shareholder is excluded from the vote on the Rights Plan, minority shareholders may approve unfair restrictions or requirements on the grandfathered shareholder. Both these considerations support requiring a vote that does not exclude the grandfathered shareholder.

On the other hand, separate minority shareholder approval is justified to reduce the risk that a grandfathered shareholder with a significant ownership may “cram down” a Rights Plan on the issuer and its minority shareholders that gives the grandfathered shareholder discretion to increase its holdings, makes it more difficult for a third party to make a bid or otherwise prejudices minority shareholders.

5. Application of a Rights Plan

- (a) If the Rights Plan is waived or modified by the target board in favour of a bidder making a take-over bid it must be waived or modified with respect to all take-over bids (section 4).**

Because shareholders expect a Rights Plan to be applied consistently against all bids, we believe that a target board should not be able to discriminate between bidders by waiving a Rights Plan in favour of a friendly bid while maintaining the Rights Plan against other formal bids. This permits shareholders to ultimately determine which bid will be successful through their decisions to tender.

- (b) A Rights Plan can only be effective against take-over bids or acquisitions of securities (section 3).**

A Rights Plan is only effective against take-over bids as defined in securities legislation or other acquisitions of securities of the issuer and does not apply to transactions or circumstances involving a shareholder vote such as contested director elections. The ability of shareholders to vote their shares or make proposals should not be affected by the operation of a Rights Plan.

6. Material Amendments to a Rights Plan

- (a) Material amendments to a Rights Plan are effective as of the date they are adopted by the board of directors of the issuer (subsection 2(4)).**

Material amendments to a Rights Plan are treated in the same way as the initial adoption of a Rights Plan. Such amendments are effective immediately or on such other date as is

provided for under the amendment but must be approved by a shareholder vote within 90 days.

(b) Material amendments to a Rights Plan must be approved in the same manner as a new Rights Plan must be approved (section 2).

We considered whether to prohibit material amendments to a Rights Plan, whether to only make such amendments effective after shareholder approval is obtained or to require accelerated shareholder approval within, for example, 60 days. However, because the Draft Regulation does not prohibit an issuer from adopting a second Rights Plan even when an existing Rights Plan has been pre-approved by shareholders, material amendments can be effected through implementation of a new Rights Plan.

Therefore, we concluded that material amendments should be treated in the same way as the adoption of a new Rights Plan.

7. Filing and disclosure (subsection 2(6))

Rights Plans must be publicly filed on SEDAR and an issuer must distribute a news release with prescribed disclosure when a Rights Plan is adopted or materially amended.

The objective of these requirements is to ensure that there is sufficient disclosure for market participants to understand key terms of the Rights Plan, the rationale for its adoption or continued maintenance, and how it is being used by the issuer in the particular circumstances. It is necessary for shareholders to have sufficient information whenever they are voting on a Rights Plan.

8. Exemptions (section 9)

We have proposed that securities regulators have the ability to grant exemptions from the Draft Regulation. We believe that is appropriate because it is difficult to predict how the Draft Regulation will operate in all circumstances.

CONSEQUENTIAL AMENDMENTS

We have proposed changes to Notice 62-202 to exclude its application to Rights Plans. We have also proposed consequential changes to Policy Statement 62-203 and consequential amendments to the prescribed form of information circular under Regulation 51-102, the prescribed forms of directors' circulars under Regulation 62-104 and OSC Rule 62-504, and the prescribed form of prospectus under Regulation 41-101 to require disclosure in respect of Rights Plans.

ALTERNATIVES CONSIDERED

We considered alternatives to the Draft Regulation. Those alternatives included (i) the status quo, (ii) leaving decisions as to defensive tactics completely to the courts as a

matter of fiduciary duty law; and (iii) permitting Rights Plans only if they are standard form “permitted bid” Rights Plans and are approved by shareholders. We concluded that the Draft Regulation was preferable for the reasons discussed above.

UNPUBLISHED MATERIALS

In developing the Draft Regulation, we have not relied on any significant unpublished study, report, or other written materials.

LOCAL NOTICES

Certain jurisdictions are publishing other information required by local securities legislation in an annex to this notice.

REQUEST FOR COMMENTS

We welcome your comments on these Proposed Materials. In addition to any general comments you may have, we also invite comments on the following specific questions:

General

1. In your view, is the Draft Regulation preferable to the status quo, amending the bid regime to mandate “permitted bid” conditions and disallow Rights Plans, or amending Notice 62-202 to provide specific guidance on when securities regulatory authorities would intervene on public interest grounds to cease trade a Rights Plan?
2. Do you think that implementing the Draft Regulation will reduce the need for securities regulators to review Rights Plans through public interest hearings? Please provide details.
3. Do you think the Draft Regulation will have any negative impact on the structure of take-over bids in Canada? Please provide details.
4. Is the discretion given to a board of directors under the Draft Regulation appropriate?
5. In your view, would the increased leverage of target boards and greater shareholder control over the use of Rights Plans that would result under the Draft Regulation unduly discourage the making of hostile take-over bids? If you believe hostile take-over bids will be inhibited, please explain whether or not you support that impact or have concerns. If you believe that the Draft Regulation may unduly discourage hostile take-over bids, please explain how you would modify the Rule to address your concerns.
6. Do you believe that other changes or consequential amendments to applicable securities legislation will be necessary if the Draft Regulation is implemented? Please explain.

Specific

7. The Draft Regulation contemplates that Rights Plans are effective following adoption provided that they are approved by shareholders within 90 days.

(a) Is this timing appropriate? Should issuers have more or less than 90 days to obtain shareholder approval of a Rights Plan?

(b) Should the time period for shareholder approval be different depending on whether the Rights Plan was adopted in the absence of a proposed take-over bid or adopted in the face of a take-over bid?

8. The Draft Regulation contemplates that a Rights Plan that is adopted after a take-over bid is made may remain in effect for a 90 day period pending security holder approval. We note that this 90 day period is longer than both the minimum 35 day period that a bid is required to be outstanding under applicable securities legislation and the 45 to 55 day period by which securities regulators have historically ceased traded a Rights Plan when successfully opposed by a bidder. Please provide your comments on the effect of this extension of the time.

9. While the Draft Regulation contemplates that Rights Plans are effective following adoption provided that they are approved by shareholders within the specified 90 day period, it does not mandate that a shareholder meeting be held within this 90 day period. This means, in effect, that a Rights Plan can remain in place for 90 days even if the board of directors choose not to hold a meeting. Should the Draft Regulation address the circumstance where an issuer does not take steps to call a shareholder meeting after a Rights Plan has been adopted?

10. The Draft Regulation contemplates that all Rights Plans must be re-approved by shareholders by no later than the date of the issuer's annual meeting in each financial after the issuer first obtained security holder approval.

(a) Is this timing appropriate?

(b) Should Rights Plans that were adopted in the absence of a proposed take-over bid be effective for a longer period of time than Rights Plans that were adopted in the face of a take-over bid?

11. The definition of "security holder approval" in the Draft Regulation does not exclude votes cast by management of the issuer. Please explain whether or not you believe this is appropriate. Does your answer depend on whether the security holder approval is being sought in respect of a Rights Plan that was adopted in the absence of a proposed take-over bid as compared to one that was adopted in the face of a take-over bid? Would you like to see any other any other voting issues addressed?

12. Section 3 of the Draft Regulation limits the effectiveness of rights plans to take-over bids and the acquisition of securities of an issuer by any person. Does this limitation unduly restrict the potential applications of rights plans? Should rights plans be permitted to be effective against irrevocable lock-up agreements?
13. Do you agree with the application of the Draft Regulation to material amendments to a Rights Plan? Do you believe that the nature of what may constitute a material amendment should be more fully addressed in the Draft Regulation or the Draft Policy Statement?
14. Should the Draft Regulation or Draft Policy Statement facilitate the ability of dissident shareholders or a bidder to challenge a pre-approved Rights Plan beyond the provisions of applicable corporate law by, for example, setting a minimum time period within which a meeting must be held or by dispensing with minimum ownership requirements?
15. Section 5 of the Draft Regulation provides a general exception from security holder approval for new reporting issuers. Should this exception be limited or subject to conditions depending on the manner by which the issuer becomes a reporting issuer or the circumstances of the transaction (for example, if the new reporting issuer is a spin-out of another reporting issuer)?
16. The Draft Regulation includes a transition provision in section 10. Is the time period contemplated in this provision appropriate?

How to provide your comments

Please provide your comments in writing by **June 12, 2013**. If you are not sending your comments by email, please send a CD containing the submissions (in Microsoft Word format).

Please address your submissions to all of the CSA as follows:

British Columbia Securities Commission
Alberta Securities Commission
Financial and Consumer Affairs Authority of Saskatchewan
Manitoba Securities Commission
Ontario Securities Commission
Autorité des marchés financiers
Superintendent of Securities, Prince Edward Island
Nova Scotia Securities Commission
New Brunswick Securities Commission
Securities Commission of Newfoundland and Labrador
Superintendent of Securities, Yukon Territory
Superintendent of Securities, Northwest Territories
Superintendent of Securities, Nunavut

Please send your comments **only** to the addresses below. Your comments will be distributed to the other participating CSA.

Anne-Marie Beaudoin
Corporate Secretary
Autorité des marchés financiers
800, square Victoria, 22e étage
C.P. 246, tour de la Bourse
Montréal, Québec H4Z 1G3
Fax: 514-864-6381
Email: consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

The Secretary
Ontario Securities Commission
20 Queen Street West
19th Floor, Box 55
Toronto, Ontario M5H 2S8
Fax: 416-593-2318
Email: comments@osc.gov.on.ca

Please note that all comments received will be made publicly available and posted on the websites of certain securities regulatory authorities. We cannot keep submissions confidential because securities legislation in certain provinces requires publication of a summary of the written comments received during the comment period.

Questions

Please refer your questions to any of the following:

Rosetta Gagliardi
Senior Policy Advisor
Autorité des marchés financiers
514-395-0337 ext. 4462
rosetta.gagliardi@lautorite.qc.ca

Sandrine Tremblay
Senior Securities Analyst
Autorité des marchés financiers
514-395-0337 ext. 4425
sandrine.tremblay@lautorite.qc.ca

Naizam Kanji
Deputy Director, Mergers & Acquisitions, Corporate Finance
Ontario Securities Commission
416-593-8060

nkanji@osc.gov.on.ca

Jason Koskela
Senior Legal Counsel, Mergers & Acquisitions, Corporate Finance
Ontario Securities Commission
416-595-8922
jkoskela@osc.gov.on.ca

Gordon Smith
Senior Legal Counsel, Corporate Finance
British Columbia Securities Commission
604-899-6656 (direct)
800-373-6393 (toll free in Canada)
gsmith@bcsc.bc.ca

Leslie Rose
Senior Legal Counsel, Corporate Finance
British Columbia Securities Commission
604-899-6654 (direct)
800-373-6393 (toll free in Canada)
lrose@bcsc.bc.ca

Tracy Clark
Legal Counsel, Corporate Finance
Alberta Securities Commission
403-355-4424
tracy.clark@asc.ca

Sonne Udemgba
Deputy Director, Legal/Exemption
Securities Division, Financial and Consumer Affairs Authority of Saskatchewan
306-787-5879
sonne.udemgba@gov.sk.ca

Chris Besko
Legal Counsel, Deputy Director
Manitoba Securities Commission
204-945-2561
chris.besko@gov.mb.ca

SCHEDULE A

Approaches to defensive tactics in the United States and United Kingdom

A. United States

(i) Delaware

In the United States, courts review defensive tactics as a fiduciary duty matter under the corporate law of the state in which the target is incorporated. Delaware courts have had significant influence on the conduct of target boards responding to hostile take-over bids because most U.S. public companies are incorporated in Delaware and are therefore subject to its corporate law.

While Delaware courts generally defer to a board's business judgment when determining whether there has been a breach of fiduciary duties, they take a more stringent approach in reviewing defensive tactics in recognition of the fact that, when faced with a hostile take-over bid, the interests of the target company board and management may differ from those of target company shareholders.

As a result, the courts will not apply the business judgment rule in reviewing board action taken in response to a hostile take-over bid unless the target board demonstrates, as a threshold issue, that: (i) it had reasonable grounds for believing that the take-over bid was a danger to corporate policy and effectiveness, and (ii) the defensive measures adopted were reasonable in relation to the threat posed.¹³ If both elements are satisfied, the board will have the benefit of the business judgment rule.

The Delaware courts generally view a Rights Plan as a reasonable and proportionate response to the threat posed by a hostile take-over bid to the target company's existing corporate strategy.¹⁴ This approach recognizes that shareholders of a target company can ultimately replace the board and elect a board that can remove the Rights Plan. Thus, under Delaware law, target company boards may retain a rights plan in the face of a hostile take-over bid to protect an existing corporate strategy so long as the board does not take steps that impedes the ability of the shareholders to replace the board and remove the Rights Plan.

A significant concern with the Delaware approach to Rights Plans is that it is difficult and expensive for a bidder to replace a target board to remove a Rights Plan, especially when the target company has a staggered or classified board. A staggered board typically provides for election of only one-third of the board each year. Therefore, a bidder would need to win two consecutive annual proxy contests to be able to elect a majority of the

¹³ This is known as the "Unocal" test after the Delaware court decision.

¹⁴ In *Unitrin v. American General Corp.*, 651 A.2d 345 (Del. 1993), the Delaware court held that a defensive measure would be upheld as a proportional response to a threat if the measure: (a) was not coercive or preclusive of the bid, and (b) comes within a range of reasonableness.

board and to remove the Rights Plan.¹⁵ Generally, shareholders have limited rights in the United States to requisition a shareholders meeting for that purpose.

The Delaware approach is therefore a “board veto” approach in that it allows a target board to adopt defensive measures that effectively prevent shareholders from accepting a hostile take-over bid without target board support. This was prominently illustrated in a recent decision where the Delaware Chancery Court did not redeem the rights issued under a Rights Plan despite a non-coercive offer and a 16 month take-over contest.¹⁶

(ii) State legislation

Almost every state legislature in the United States has adopted an anti-takeover statute. The purpose of these statutes appears to be to make hostile take-over bids more difficult for the bidder and not to address structurally coercive bids or maximize shareholder value. For example, the effect of Delaware’s “business combination statute” is that a bidder can gain control of a target without board consent only by acquiring more than 85% of the company’s shares.

B. United Kingdom

In the United Kingdom, all take-over bid defensive measures are dealt with by the United Kingdom Takeover Panel in accordance with the requirements of United Kingdom Takeover Code (**Takeover Code**).

The Takeover Code prohibits a target company board from taking any action during a bid, or in anticipation of a bid, that would frustrate the take-over bid or otherwise deny shareholders the opportunity to decide on its merits, unless such action is approved by target company shareholders in the face of the bid.

Although boards of target companies subject to the Takeover Code have not traditionally adopted Rights Plans as defensive measures, other measures taken to deter a hostile bidder would require shareholder approval in the face of the bid. The Takeover Code also restricts the ability of a target board to enter into deal protection mechanisms, such as termination fees, in board supported transactions.

¹⁵ Staggered boards are not an effective defensive measure in Canada because the entire board can be replaced at any time under Canadian corporate law.

¹⁶ See *Air Products & Chemicals, Inc. v. Airgas, Inc.*, C.A. No. 5249-CC (Del. Ch. Feb. 15, 2011).

REGULATION 62-105 RESPECTING SECURITY HOLDER RIGHTS PLANS

Securities Act
(chapter V-1-1. s. 331.1, par. (1), (3), (4.1), (8), (11), (21) and (34))

PART 1 DEFINITIONS AND INTERPRETATION**1. Definitions**

(1) In this Regulation

“adoption” means the adoption of a rights plan, or an amendment to a rights plan, by an issuer by resolution of the board of directors of the issuer;

“equity security” means a security of an issuer that carries a residual right to participate in the earnings of the issuer and, on liquidation or winding up of the issuer, in its assets;

“formal take-over bid”,

(a) in a jurisdiction other than Ontario, means a take-over bid that is subject to Part 2 of Regulation 62-104 respecting Take-Over Bids and Issuer Bids,

(b) in Ontario, has the meaning ascribed to that term in subsection 89(1) of the Securities Act;

“issuer” means an issuer that is a reporting issuer in a jurisdiction of Canada;

“offeror” means any of the following:

(a) a person making a take-over bid or that has announced an intention to make a take-over bid;

(b) a person acting jointly or in concert with a person referred to in paragraph (a);

(c) a control person of a person referred to in paragraph (a);

(d) a person acting jointly or in concert with the control person referred to in paragraph (c);

“rights plan” means, for an issuer, an agreement or plan providing for the distribution of rights to security holders of the issuer entitling security holders of the issuer, other than the person triggering the agreement or plan, to purchase or acquire additional equity or voting securities of the issuer at a substantial discount to the market price of such securities in the event of an acquisition by a person of a specified number or percentage of the issuer’s outstanding equity or voting securities, or in the event of one or more other events triggering the agreement or plan;

“security holder approval” in respect of a rights plan means, subject to section 6, approval by a majority of votes cast by security holders of every class of equity or voting securities of the issuer subject to the rights plan, in each case voting separately as a class, at a meeting of holders of that class, excluding votes cast at the meeting by an offeror in respect of the issuer;

“take-over bid” has the meaning ascribed to that term

(a) in a jurisdiction other than Ontario, in section 1.1 of Regulation 62-104 respecting Take-Over Bids and Issuer Bids,

(b) in Ontario, subsection 89(1) of the Securities Act.

(2) For the purposes of this Regulation, the date that a take-over bid is commenced is determined,

(a) in a jurisdiction other than Ontario, in accordance with section 2.9 of Regulation 62-104 respecting Take-Over Bids and Issuer Bids, or

(b) in Ontario, in accordance with section 94.1 of the Securities Act.

PART 2 EFFECTIVENESS OF RIGHTS PLAN

2. Requirements

(1) An issuer must not distribute a security pursuant to the exercise of a right issued under a rights plan unless

(a) the issuer obtained security holder approval of the rights plan, or a material amendment to the rights plan, on or before the 90th day following the adoption of the rights plan or the material amendment to the rights plan, or

(b) if the rights plan or a material amendment to the rights plan was adopted after one or more take-over bids were announced or commenced, the issuer obtained security holder approval of the rights plan, or the material amendment to the rights plan, on or before the earlier of

(i) the 90th day following the earliest date on which any one of those take-over bids was commenced, and

(ii) the 90th day following adoption of the rights plan or the material amendment to the rights plan.

(2) Despite an issuer having obtained security holder approval of a rights plan, or a material amendment to a rights plan, as specified in subsection (1), the issuer must not, following the issuer's annual meeting of security holders held in each financial year of the issuer that is after the financial year in which the issuer first obtained security holder approval of the rights plan, distribute a security pursuant to the exercise of a right issued under the rights plan unless the issuer has obtained security holder approval of the rights plan, including any material amendment, at that annual meeting of security holders.

(3) If, pursuant to section 5, an issuer is not subject to paragraph (1)(a), the issuer must not, following the issuer's annual meeting of security holders held in each financial year of the issuer that is after the financial year during which the issuer first became a reporting issuer in any jurisdiction of Canada, distribute a security pursuant to the exercise of a right issued under the rights plan unless the issuer has obtained security holder approval of the rights plan, including any material amendment, at such annual meeting of security holders.

(4) Despite subsection (1), an issuer may distribute a security pursuant to the exercise of a right distributed under a rights plan of the issuer during the period commencing on the date of adoption of the rights plan or a material amendment to the rights plan and ending on the earlier of

(a) the date of the meeting of security holders during which the issuer sought, but failed to obtain, security holder approval of the rights plan or the material amendment to the rights plan, and

(b) the date when security holder approval of the rights plan or the material amendment to the rights plan is required under subsection (1).

(5) An issuer must not distribute a security pursuant to the exercise of a right issued under a rights plan if security holder approval is obtained to terminate the rights plan.

(6) If an issuer adopts a rights plan, or makes a material amendment to a rights plan, the issuer must

(a) promptly issue and file a news release containing the following:

(i) an explanation as to why the issuer adopted the rights plan or the material amendment to the rights plan, including whether or not the rights plan or material amendment to the rights plan was adopted in response to a specific proposal to acquire equity or voting securities of the issuer or a take-over bid that is anticipated or has been proposed, announced or commenced,

(ii) a description of the principal terms of the rights plan or of the material amendment to the rights plan, including any terms that would be relevant to a security holder's decision to approve or reject the rights plan,

(iii) a statement about whether any existing security holder is treated differently, or has different rights or obligations, from any other security holder under the terms of the rights plan and the reason for those differences,

(iv) if a rights plan permits an acquisition of ownership or control of equity or voting securities by a person on specified terms or conditions without triggering any differential treatment of the rights held by such person under the rights plan, disclosure of that fact, of the specified terms or conditions, and of the reason those terms or conditions were included in the plan,

(v) a statement about whether independent directors of the issuer reviewed the rights plan to determine whether the rights plan is in the best interests of the issuer and its security holders and, if not, the reasons for not conducting a review,

(vi) a discussion of whether the rights plan is in the best interests of the issuer and its security holders,

(vii) an explanation that the issuer's security holders must approve the rights plan, or a material amendment to the rights plan, and may terminate a rights plan, in each case in accordance with this Regulation,

(viii) information as to when the issuer expects to hold a meeting at which security holders may vote on the rights plan or material amendment to the rights plan and which security holders' votes will be excluded for the purposes of determining whether security holder approval has been obtained, and

(ix) any other material information relevant to a security holder's decision to approve or reject the rights plan,

(b) promptly file the rights plan or any material amendment to the rights plan, and

(c) include in any information circular required by securities legislation for a shareholders' meeting at which the issuer proposes to obtain security holder approval of the rights plan or any material amendment to the rights plan the disclosure required under paragraph (a).

(7) For the purposes of paragraph (6)(a)(v), a director of the issuer is not independent if the director is currently, or has been at any time during the 12 months before the date of the adoption of a rights plan, an officer or employee of the issuer.

3. Scope of rights plan

An issuer must not distribute a security pursuant to the exercise of a right issued under a rights plan other than as a result of a take-over bid or the acquisition by any person of securities of the issuer.

4. Waiver or modification of rights plan

If an issuer, in compliance with the terms of a rights plan, waives or modifies the application of the rights plan, or any provision of the rights plan, with respect to a take-over bid, the issuer must grant the same waiver, or make the same modification, with respect to any other take-over bid that was announced or commenced as of the date of the waiver or modification or that is announced or commenced while the first mentioned take-over bid is outstanding.

5. Exception for new reporting issuers

Subsection 2(1) does not apply to an issuer if

- (a) the rights plan was adopted prior to the issuer becoming a reporting issuer in any jurisdiction of Canada,
- (b) the disclosure described in paragraph 2(6)(a) was made in a document filed in connection with the issuer becoming a reporting issuer, and
- (c) the issuer has filed the rights plan.

6. Exempted security holder

If a rights plan of an issuer exempts a security holder from the operation of the rights plan, the security holder approval contemplated by subsections 2(1), (2) or (3), as applicable, must be obtained by

- (a) a majority vote of security holders of the applicable class excluding the votes cast by the exempted security holder and each person acting jointly or in concert with the exempted security holder, and
- (b) a majority vote of security holders of the applicable class that does not exclude the votes cast by the exempted security holder and each person acting jointly or in concert with the exempted security holder.

7. Restriction on new rights plan following non-approval or termination of a rights plan

(1) If an issuer did not obtain security holder approval of a rights plan, or a material amendment to a rights plan, in accordance with subsection 2(1), (2) or (3), as applicable, the issuer must not, during the period commencing on the relevant non-approval date and ending 12 months after the relevant non-approval date, distribute a security pursuant to the exercise of a right issued under a new rights plan, except with prior security holder approval.

(2) For the purposes of subsection (1), “relevant non-approval date” in respect of a rights plan means

- (a) if the issuer failed to obtain security holder approval of the rights plan or a material amendment to it at a meeting of security holders, the date of the meeting, and

(b) if no meeting was held, the date of the applicable deadline for obtaining security holder approval under subsection 2(1), (2) or (3).

(3) If security holder approval is obtained to terminate a rights plan of an issuer, the issuer must not distribute a security pursuant to the exercise of a right issued under a new rights plan for at least 12 months thereafter, except with prior security holder approval.

(4) Subsections (1) and (3) do not apply if a formal take-over bid is subsequently announced or commenced with respect to securities of the issuer and the issuer adopts a rights plan or material amendment to a rights plan after the formal take-over bid has been announced or commenced but prior to its expiry.

(5) A rights plan adopted in accordance with this section is subject to the provisions of this Regulation.

8. Prospectus exemption

The prospectus requirement does not apply to the distribution by an issuer of a security to a security holder of the issuer pursuant to a rights plan of the issuer or the exercise of rights issued thereunder in accordance with this Regulation.

PART 3 EXEMPTION

9. Exemption

(1) The regulator or the securities regulatory authority may grant an exemption from this Regulation in whole or in part, subject to such conditions or restrictions as may be imposed in the exemption.

(2) Despite subsection (1), in Ontario, only the regulator may grant an exemption.

(3) Except in Ontario, an exemption referred to in subsection (1) is granted under the statute referred to in Appendix B to Regulation 14-101 respecting Definitions opposite the name of the local jurisdiction.

PART 4 COMING INTO FORCE

10. Transition

(1) Other than subsection (2), this Regulation does not apply to an issuer in respect of a rights plan adopted by the issuer on or before *(insert the date of coming into force of this Regulation)*.

(2) If an issuer adopted a rights plan on or before *(insert the date of coming into force of this Regulation)* the issuer must not, following the issuer's next annual meeting held 90 days or more after *(insert the date of coming into force of this Regulation)*, distribute a security pursuant to the exercise of a right issued under the rights plan unless the issuer obtains or has obtained security holder approval of the rights plan, including any material amendment, at such annual meeting.

11. Effective date

This Regulation comes into force on *(insert the date of coming into force of this Regulation)*.

POLICY STATEMENT TO REGULATION 62-105 RESPECTING SECURITY HOLDER RIGHTS PLANS

PART 1 GENERAL

1. Purpose

The purpose of the Regulation is to: (a) establish a comprehensive regulatory framework for rights plans in Canada that provides target boards and security holders with greater discretion over the use of rights plans; (b) reduce the circumstances where regulatory intervention may be necessary; and (c) maintain an active market for corporate control.

PART 2 INTERPRETATION

2. Rights

For purposes of the Regulation, the meaning of “rights” includes any rights or other securities entitling the holder, whether or not on conditions, to acquire or receive equity securities or voting securities of an issuer at a substantial discount to market price. “Rights” is intended to be interpreted broadly.

3. Material Amendments

A material amendment to a rights plan includes an amendment to a rights plan which would reasonably be expected to affect the decision of a target company security holder to approve or not approve the rights plan.

4. Meaning of New Rights Plan – For the purposes of section 7 of the Instrument, a “new rights plan” would include a substantially similar material amendment to a rights plan of an issuer for which the issuer failed to obtain security holder approval in accordance with subsections 2(1), (2) or (3), as applicable.

PART 3 INTERVENTION BY SECURITIES REGULATORS

5. Basis for Intervention

Securities regulators do not anticipate intervening on public interest grounds to cease trade a rights plan that was adopted in compliance with the Regulation unless the target issuer engages in conduct that undermines the principles underlying the Regulation or there is a public interest rationale for the intervention not contemplated by the Regulation. The principle that “there comes a time when the pill has got to go” is generally no longer applicable to the review of rights plans by securities regulators.

6. Security holder Approval

The ultimate decision on whether a rights plan should be adopted or maintained remains with security holders. Securities regulators’ policy approach is generally that a target board is permitted to retain a rights plan if a majority of its security holders have approved the rights plan at a prior annual meeting or in the face of a take-over bid.

7. Validity of Rights Plans

Securities regulators are not the appropriate forum for resolving questions regarding the validity of a rights plan for purposes of corporate law. Nothing in the Regulation makes a rights plan valid if it is not otherwise valid under corporate law.

9. Exemptive Relief

Securities regulators have broad power to grant exemptions from the Regulation. Discretion with regards to exemptive relief applications will generally be exercised by

applying the principles in *Notice 62-202 relating to Take-over Bids – Defensive Tactics*, as the same may be modified from time to time.

REGULATION TO AMEND REGULATION 41-101 RESPECTING GENERAL PROSPECTUS REQUIREMENTS

Securities Act
(chapter V-1.1, s. 331.1, par. (1) and (34))

1. Section 1.1 of Regulation 41-101 respecting General Prospectus Requirements is amended by inserting, after the definition of “reverse takeover acquirer”, the following:

““rights plan” has the same meaning as in section 1 of Regulation 62-105 respecting Security Holder Rights Plans.”.

2. Form 41-101F1 of the Regulation is amended by inserting, after item 27.1, the following:

“27.2. Rights Plan

If the issuer has adopted a rights plan and is not a reporting issuer in any jurisdiction of Canada immediately before the date of the final long form prospectus, provide the disclosure prescribed by paragraph 2(6)(a) of Regulation 62-105 respecting Security Holder Rights Plans.”.

3. This Regulation comes into force on *(indicate here the date of coming into force of this Regulation)*.

REGULATION TO AMEND REGULATION 51-102 RESPECTING CONTINUOUS DISCLOSURE OBLIGATIONS

Securities Act
(chapter V-1.1, s. 331.1, par. (1) and (34))

1. Section 1.1 of Regulation 51-102 respecting Continuous Disclosure Obligations is amended by inserting, after the definition of “reverse takeover acquirer”, the following:

““rights plan” has the same meaning as in section 1 of Regulation 62-105 respecting Security Holder Rights Plans;”.

2. Form 51-102F5 of the Regulation is amended:

(1) by replacing the last sentence of paragraph (c) of Part 1 with the following:

“However, you may not incorporate by reference information required to be included in Form 51-102F6 Statement of Executive Compensation or the information required by Item 14.6 of this Form into your information circular.”;

(2) by inserting, in Part 2 and after item 14.5, the following:

“**14.6.** If action to be taken concerns security holder approval of a rights plan or a material amendment to a rights plan pursuant to Regulation 62-105 respecting Security Holder Rights Plans, provide the disclosure prescribed by paragraph 2(6)(a) of that regulation in addition to any other requirement of this Item 14.”.

3. This Regulation comes into force on *(indicate here the date of coming into force of this Regulation)*.

REGULATION TO AMEND REGULATION 62-104 RESPECTING TAKE-OVER BIDS AND ISSUER BIDS

Securities Act
(chapter V-1.1, s. 331.1, par. (1) and (34))

1. Section 1.1 of Regulation 62-104 respecting Take-Over Bids and Issuer Bids is amended by inserting, after the definition of “published market”, the following:

““rights plan” has the same meaning as in section 1 of Regulation 62-105 respecting Security Holder Rights Plans;”.

2. Form 62-104F3 of the Regulation is amended by inserting, in Part 2 and after item 16, the following:

“Item 16.1 Rights Plan

If the offeree issuer has adopted one or more rights plans, provide the disclosure prescribed by paragraph 2(6)(a) of Regulation 62-105 respecting Security Holder Rights Plans in respect of each rights plan.

If an offeree issuer has not adopted a rights plan, state whether or not the offeree issuer intends to adopt a right plan in response to the take-over bid.”.

3. This Regulation comes into force on *(indicate here the date of coming into force of this Regulation)*.

**AMENDMENT TO NOTICE 62-202 RELATING TO TAKE-OVER BIDS –
DEFENSIVE TACTICS**

1. *Notice 62-202 relating to Take-Over Bids – Defensive Tactics* is amended by inserting, after the heading “**PART 1 DEFENSIVE TACTICS**”, the following section:

“1.0 Application

This Notice does not apply to a rights plan that is subject to *Regulation 62-105 respecting Security Holder Rights Plans.*”.

**AMENDMENTS TO POLICY STATEMENT 62-203 RESPECTING TAKE-OVER
BIDS AND ISSUER BIDS**

1. *Policy Statement 62-203 respecting Take-Over Bids and Issuer Bids* is amended by inserting, after section 2.9, the following:

“2.10. Notice of Change for Rights Plan

For the purposes of subsection 2.18(1) of the Regulation and subsection 95.1(1) of the Ontario Rule, CSA Staff believe that the adoption of a rights plan within the meaning of *Regulation 62-105 respecting Security Holder Rights Plans* by the offeree issuer subsequent to the delivery of a directors' circular would constitute a change in the information contained in the directors' circular or in any notice of change to the directors' circular that would reasonably be expected to affect the decision of security holders to accept or reject the bid.”.

Projets de règlements

Loi sur les valeurs mobilières

(L.R.Q., c. V-1.1, a. 331.1, par. 1°, 3°, 8°, 11°, 21°, 22° et 34° et a. 331.2)

Règlement modifiant le Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat

Règlement modifiant le Règlement 62-103 sur le système d'alerte et questions connexes touchant les offres publiques et les déclarations d'initiés

Avis est donné par l'Autorité des marchés financiers (l'« Autorité »), que, conformément à l'article 331.2 de la *Loi sur les valeurs mobilières*, L.R.Q., c. V-1.1, les règlements suivants dont le texte est publié ci-dessous, pourront être pris par l'Autorité et ensuite soumis au ministre des Finances pour approbation, avec ou sans modification, à l'expiration d'un délai de 90 jours à compter de leur publication au Bulletin de l'Autorité :

- *Règlement modifiant le Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat;*
- *Règlement modifiant le Règlement 62-103 sur le système d'alerte et questions connexes touchant les offres publiques et les déclarations d'initiés.*

Vous trouverez également ci-dessous les projets de modification aux instructions générales suivantes :

- *Modification de l'Instruction générale 62-203 relative aux offres publiques d'achat et de rachat.*

Consultation

Toute personne intéressée ayant des commentaires à formuler à ce sujet est priée de les faire parvenir par écrit au plus tard le **12 juin 2013**, en s'adressant à :

M^e Anne-Marie Beaudoin
 Secrétaire générale
 Autorité des marchés financiers
 800, square Victoria, 22^e étage
 C.P. 246, tour de la Bourse
 Montréal (Québec) H4Z 1G3
 Télécopieur : (514) 864-6381
 Courrier électronique : consultation-en-cours@lautorite.gc.ca

Renseignements additionnels

Des renseignements additionnels peuvent être obtenus en s'adressant à :

Rosetta Gagliardi
 Conseillère en réglementation
 Autorité des marchés financiers
 514-395-0337, poste 4462
 Numéro sans frais : 1 877 525-0337
rosetta.gagliardi@lautorite.gc.ca

Le 13 mars 2013

Avis de consultation des ACVM

Projet de Règlement modifiant le Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat

Projet de Règlement modifiant le Règlement 62-103 sur le système d'alerte et questions connexes touchant les offres publiques et les déclarations d'initiés

et

Projet de modification de l'Instruction générale 62-203 relative aux offres publiques d'achat et de rachat

Le 13 mars 2013

Introduction

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « ACVM » ou « nous ») publient les textes suivants pour une période de consultation de 90 jours :

- le projet de *Règlement modifiant le Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat* (le « Règlement 62-104 »);
- le projet de modification de l'*Instruction générale 62-203 relative aux offres publiques d'achat et de rachat* (l'« Instruction 62-203 »);
- le projet de *Règlement modifiant le Règlement 62-103 sur le système d'alerte et questions connexes touchant les offres publiques et les déclarations d'initiés* (le « Règlement 62-103 ») (collectivement, les « projets de modification »).

Le texte des projets de modification est publié avec le présent avis et peut être consulté sur le site Web des membres des ACVM suivants :

www.lautorite.qc.ca
www.albertasecurities.com
www.besc.bc.ca
www.gov.ns.ca/nssc
www.nbsc-cvmnb.ca
www.osc.gov.on.ca
www.sfsc.gov.sk.ca
www.msc.gov.mb.ca

Les projets de modification ont pour objectif d'accroître la transparence des participations importantes dans les émetteurs en proposant un seuil de déclaration selon le système d'alerte de 5 %, la déclaration obligatoire des diminutions autant que des augmentations d'au moins 2 % de la propriété des titres et l'enrichissement du contenu de l'information fournie dans les communiqués et les déclarations à déposer en vertu du système d'alerte. Nous proposons en outre des modifications prévoyant la présentation d'information sur certains mécanismes de « propriété occulte » et de « vote vide ».

Les projets de modification comprennent des modifications aux obligations de déclaration selon le système d'alerte qui sont prévues par le Règlement 62-104, lequel s'applique dans toutes les provinces et tous les territoires du Canada, sauf en Ontario. Dans cette province, nous nous attendons à ce que des modifications à la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario (la « Loi de l'Ontario ») et à la *Rule 62-504 Take-Over Bids and Issuer Bids* de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (la « Rule 62-504 de la CVMO ») soient proposées afin que la teneur des projets de modification s'applique intégralement en Ontario.

Nous ne proposons pas de réforme globale du régime de déclaration mensuelle applicable aux investisseurs institutionnels admissibles en vertu du Règlement 62-103. Cependant, les projets de modification s'appliquent dans une certaine mesure à ces investisseurs qui se prévalent du régime de déclaration mensuelle et nous proposons de modifier les critères d'exclusion de ce régime. Nous envisagerons une modification plus étendue de ce régime lors d'une révision ultérieure.

Contexte

Le système d'alerte a été institué au Canada en 1987 à la suite de propositions du Securities Industry Committee on Take-over Bids (le « comité sectoriel »)¹.

Le comité sectoriel estimait qu'un seuil de 20 % était approprié pour réglementer les offres publiques d'achat (OPA) au Canada, mais admettait que l'accumulation d'une participation de 10 % devrait être déclarée, puisqu'elle pouvait signaler l'acquisition éventuelle du contrôle.

En juin 1990, les ACVM ont publié pour consultation un projet visant à réduire à 10 % le seuil relatif aux OPA et à faire passer de 10 % à 5 % le seuil de déclaration selon le système d'alerte.

Bien que les ACVM aient indiqué que la diminution du seuil de déclaration selon le système d'alerte puisse dépendre d'une diminution du seuil relatif aux OPA, nous sommes d'avis que ce dernier n'est pas le seul facteur pertinent dans l'établissement du seuil de déclaration.

Dans l'avis de consultation de 1990, les ACVM affirmaient « [proposer] la réduction de 10 % à 5 % du seuil du système d'alerte afin d'augmenter l'information à la disposition du public et à leur disposition »².

¹ Rapport du Securities Industry Committee on Take-over Bids, intitulé *The Regulation of Take-over Bids in Canada: Premium Private Agreement Transactions* (novembre 1983), page 46 (en anglais seulement).

Les commentaires reçus étaient partagés. De nombreux intervenants approuvaient la diminution du seuil à 5 %, mais s'inquiétaient des problèmes pratiques que pourraient rencontrer les investisseurs passifs pour le respecter. Certains ont suggéré aux ACVM d'adopter pour les investisseurs institutionnels passifs un régime d'information similaire à celui qui existe aux États-Unis.

En septembre 1998, les ACVM ont publié pour consultation le projet de Règlement 62-103 (alors appelé la « Norme 62-103 »), dont l'objet principal est de prévoir des dispenses qui permettent à certains investisseurs institutionnels ayant une « attitude passive » quant aux titres d'un émetteur assujéti dont ils ont la propriété ou le contrôle de se soustraire aux règles du système d'alerte et à l'exigence de déclaration d'initié, et de leur permettre, dans certaines circonstances, de morceler ces titres afin de se conformer aux règles et à l'exigence.

L'avis qui accompagnait le projet de Règlement 62-103 énonçait les principes justifiant le système d'alerte de la façon suivante, principes que nous estimons toujours valables de nos jours.

« Les mécanismes d'alerte prévus dans la plupart des législations en valeurs mobilières au Canada exigent une divulgation dès que la détention de titres excède certains seuils prescrits afin que le marché soit informé de l'accumulation de titres qui est de nature à permettre une influence sur le contrôle d'un émetteur assujéti. Il est important de diffuser cette information vu que les titres acquis peuvent être votés ou vendus et que l'accumulation de titres peut indiquer qu'une OPA des titres de l'émetteur est imminente. De plus, les accumulations peuvent constituer de l'information importante pour le marché, même si elles ne sont pas réalisées dans le but de changer ou influencer le contrôle d'un émetteur. Des accumulations importantes de titres peuvent affecter les décisions d'investissement étant donné qu'elles peuvent, dans les faits, réduire le flottant, ce qui limite la liquidité et peut augmenter la volatilité du prix du titre. Les participants au marché peuvent aussi vouloir savoir qui est habilité (sic) à voter des blocs importants et peut affecter le résultat d'opérations visant le contrôle d'un émetteur, la constitution du conseil d'administration de l'émetteur ou l'approbation de propositions ou transactions importantes. La simple présence d'un actionnaire institutionnel peut être un fait important pour un investisseur.³ »

Certains participants au marché ont récemment exprimé des inquiétudes à l'égard du système d'alerte actuel. En particulier, ils estiment que le seuil de déclaration de 10 % est trop élevé et remettent en cause l'information incluse dans les déclarations déposées au Canada, spécialement en ce qui a trait à l'objet de l'opération.

Propriété occulte et vote vide

Dans l'avis de consultation (l'« avis sur les déclarations d'initiés ») publié relativement au projet de Règlement 55-104 sur les exigences et dispenses de déclaration d'initié (le

² Avis, *Projet de modification de la réglementation des offres publiques*, 8 juin 1990.

³ Avis de consultation, *Projet de norme canadienne 62-103 – mécanisme d'alerte et autres sujets relatifs aux déclarations d'initiés et aux offres publiques*, 4 septembre 1998. Le Règlement 62-103 est entré en vigueur le 15 mars 2000 partout au Canada.

« Règlement 55-104 »⁴, nous avons soulevé des questions sur l'utilisation possible de dérivés pour contourner les règles du système d'alerte, l'exigence de déclaration d'initié et d'autres obligations analogues prévues par le droit des valeurs mobilières qui reposent sur les notions de propriété véritable et d'emprise. Les investisseurs avertis peuvent être capables de se servir de dérivés pour accumuler des positions financières substantielles dans des sociétés à capital ouvert sans avoir à fournir d'information au public (pratique dite de la « propriété occulte »). Nous avons aussi abordé dans l'avis sur les déclarations d'initiés la question de l'information à fournir lorsqu'un investisseur se sert de dérivés ou emprunte des titres pour acquérir des droits de vote à l'égard d'un émetteur sans avoir d'intérêt financier équivalent dans celui-ci (stratégie dite du « vote vide »).

Nous avons indiqué dans l'avis sur les déclarations d'initiés que nous étudions les projets de réforme lancés dans d'autres pays sur la question de la propriété occulte et envisagions des projets analogues pour le Canada.

Des émetteurs, des investisseurs, des cabinets d'avocats et des organismes de protection des investisseurs, notamment, se sont déclarés favorables à l'élaboration de projets comparables au Canada. Aucun intervenant ne s'est prononcé contre⁵.

Le Règlement 55-104 est entré en vigueur partout au Canada en avril 2010. Depuis, nous observons l'évolution de ces réformes dans d'autres pays d'importance. Certains d'entre eux ont instauré des règles obligeant les investisseurs à regrouper et à rendre publics les dérivés à des fins de déclaration⁶.

Objet

Seuil de déclaration

Les règles de base du système d'alerte sont prévues à la partie 5 du Règlement 62-104, aux articles 102 et 102.1 de la Loi de l'Ontario et à la partie 7 de la Rule 62-504 de la CVMO. En vertu du système d'alerte, la personne qui acquiert la propriété véritable de titres comportant droit de vote ou de titres de capitaux propres de toute catégorie d'un émetteur assujéti, ou qui acquiert une emprise sur de tels titres, qui représenteraient au moins 10 % des titres en circulation de cette catégorie, a l'obligation de publier et de déposer rapidement un communiqué et de déposer une déclaration dans les 2 jours ouvrables suivant l'acquisition. La personne qui acquiert des titres supplémentaires représentant au moins 2 % des titres en circulation de l'émetteur est également tenue de publier un communiqué et de déposer une

⁴ Avis de consultation, *Projet de Règlement 55-104 sur les exigences et dispenses de déclaration d'initié*, partie 10 Projets à venir – Propriété occulte et vote vide, 18 décembre 2008.

⁵ Avis de publication, *Règlement 55-104 sur les exigences et dispenses de déclaration d'initié*, Annexe C, *Résumé des commentaires et réponses*, 22 janvier 2010.

⁶ Par exemple, au Royaume-Uni, la Financial Services Authority a introduit de nouvelles règles, entrées en vigueur en juin 2009, qui exigent des investisseurs en général de regrouper leurs participations en actions, en « instruments admissibles » (*qualifying instruments*) et en « instruments financiers ayant un effet financier analogue aux instruments admissibles » (*financial instruments with a similar economic effect to qualifying instruments*), par exemple les « contrats sur différence » (*contracts for difference*), dans la plupart des émetteurs inscrits à la cote au Royaume-Uni pour établir s'ils ont dépassé le seuil de déclaration. Se reporter au document de la Financial Services Authority intitulé *Disclosure of Contracts for Difference – Questions & Answers: Version 3*, publié en novembre 2010 (en anglais seulement), au <http://www.fsa.gov.uk/pubs/ukla/disclosure.pdf>.

déclaration. Contrairement au régime de déclaration mensuelle des investisseurs institutionnels admissibles, le système d'alerte actuel n'exige pas la déclaration des diminutions de propriété des titres comportant droit de vote ou des titres de capitaux propres, ni d'emprise sur ces titres.

Les règles du système d'alerte prévoient la déclaration des participations de façon à aviser le marché des accumulations de blocs importants de titres pouvant avoir une influence sur le contrôle de l'émetteur assujetti. La diffusion de cette information est importante car les droits de vote rattachés aux titres acquis peuvent être exercés ou parce que l'accumulation des titres peut signaler la possibilité d'une OPA sur l'émetteur assujetti.

À notre avis, le seuil actuel de 10 %, fixé en 1987, ne répond plus à la réalité de l'activisme actionnarial grandissant et à la capacité d'un actionnaire détenant une participation de 5 % de réclamer la tenue d'une assemblée des actionnaires. L'information à fournir selon les règles du système d'alerte n'a pas uniquement pour but de prédire les OPA éventuelles, mais aussi de prévoir les questions faisant intervenir le vote par procuration pour lesquelles un seuil de 5 % peut se révéler critique. Les règles du système d'alerte devraient refléter les réalités de nos marchés actuels lorsque l'accumulation importante de titres compte pour des fins qui dépassent la simple indication d'une éventuelle OPA.

Nous proposons de ramener le seuil de déclaration de 10 % à 5 %. Ce seuil inférieur nous paraît approprié du fait que l'information relative à l'accumulation de blocs importants de titres est pertinente pour plusieurs raisons, outre le signalement d'une éventuelle OPA visant l'émetteur, notamment les suivantes :

- un actionnaire détenant 5 % des titres pourrait avoir une influence sur le contrôle de l'émetteur;
- les participations importantes sont pertinentes en ce qui a trait aux questions faisant intervenir le vote par procuration (par exemple, en vertu des lois sur les sociétés, un actionnaire peut généralement réclamer la tenue d'une assemblée des actionnaires s'il détient 5 % des titres comportant droit de vote de l'émetteur);
- les participants au marché peuvent se préoccuper de l'identité des personnes détenant les droits de vote rattachés aux blocs importants de titres, puisque ces votes peuvent peser sur l'issue d'opérations touchant le contrôle de l'émetteur, la composition de son conseil d'administration et l'approbation de propositions ou d'opérations de grande envergure;
- les accumulations importantes de titres peuvent influencer sur les décisions d'investissement;
- certains investisseurs peuvent trouver important de savoir qu'un actionnaire institutionnel intervient et de connaître son identité;
- l'abaissement du seuil de déclaration permettra à tous les participants au marché d'obtenir davantage d'information sur les actionnaires importants, ce qui améliorera la transparence du marché;
- un seuil de 5 % correspondrait au niveau établi dans plusieurs pays importants;

- L'évolution des pratiques des sociétés en matière de gouvernance oblige les émetteurs à communiquer directement avec les propriétaires véritables plus souvent; un seuil inférieur permettrait aux émetteurs assujettis de mieux connaître leur actionnariat et d'engager le dialogue plus tôt avec les actionnaires importants, et il donnerait l'occasion aux actionnaires de communiquer entre eux plus tôt également.

Nous ne proposons pas de modifier le seuil de déclaration des acquisitions subséquentes, qui demeure à 2 % et un changement dans un fait important contenu dans une déclaration antérieure.

Toutefois, pour réduire l'incertitude sur le marché, nous proposons d'exiger que les diminutions de la propriété d'au moins 2 % soient déclarées. À l'heure actuelle, le système d'alerte n'oblige pas explicitement la personne dont la propriété a diminué à déposer une autre déclaration, mais plutôt à établir s'il s'agit d'un changement dans un fait important et à déposer une nouvelle déclaration en conséquence. Nous estimons que les diminutions dans la propriété des titres d'un émetteur sont aussi pertinentes pour le marché que les augmentations et devraient être déclarées.

Amélioration de l'information

Les règles du système d'alerte ont pour objet d'exiger la déclaration des changements dans la propriété ou le contrôle des titres comportant droit de vote et des titres de capitaux propres d'un émetteur assujetti, pour permettre au marché d'étudier et d'évaluer les répercussions éventuelles du changement. Les investisseurs doivent recevoir suffisamment d'information pour effectivement en faire une évaluation. À notre avis, la communication d'information aux investisseurs sur les changements pouvant avoir une influence ou une incidence sur le contrôle de l'émetteur est essentielle à la transparence du marché et la confiance des investisseurs.

Les personnes assujetties aux règles du système d'alerte indiquent l'objet du changement dans le communiqué et la déclaration obligatoires. Des inquiétudes ont été exprimées sur l'adéquation de l'information fournie dans les déclarations déposées au Canada en vertu de ces règles, particulièrement en ce qui a trait à l'objet de l'opération.

Nous avons découvert que l'information est souvent inadéquate et ne renseigne pas suffisamment les investisseurs. À notre avis, de l'information plus détaillée, par exemple, sur les intentions de l'acquéreur des titres et sur l'objectif poursuivi améliorerait la teneur et la qualité des déclarations.

Nous estimons que l'information à fournir en vertu des règles du système d'alerte devrait être améliorée. Bien que les personnes qui y sont assujetties doivent indiquer l'objet de l'acquisition dans le communiqué et la déclaration, nous avons constaté que l'information fournie prend souvent la forme de phrases passe-partout ne contenant que peu de renseignements utiles pour les marchés. Nous proposons de modifier les obligations d'information et de préciser le type de renseignements que nous nous attendons à trouver sur l'objet de l'opération. Selon nous, pour être en mesure d'évaluer adéquatement les détails de l'acquisition, le marché doit disposer d'information plus précise sur les intentions de l'acquéreur des titres et sur l'objectif poursuivi.

Propriété occulte et vote vide*Dérivés et instruments financiers liés*

Comme les investisseurs utilisent de plus en plus les dérivés, nous estimons nécessaire de modifier la portée des règles du système d'alerte afin de garantir une transparence adéquate en matière de propriété des titres.

Un investisseur averti peut être capable de se servir de swaps sur actions ou de dérivés analogues pour accumuler un intérêt financier substantiel dans un émetteur sans avoir à fournir d'information au public, puis convertir éventuellement cet intérêt en titres comportant droit de vote à temps pour voter (pratique dite de la « propriété occulte » – *hidden ownership*).

Il est également possible pour un investisseur de se servir de dérivés ou de mécanismes de prêt de titres pour détenir des droits de vote et peut-être influencer sur le résultat du vote des actionnaires, même s'il n'a pas d'intérêt financier équivalent dans l'émetteur (stratégie dite du « vote vide » – *empty voting*).

En vertu du droit actuel des valeurs mobilières, les mécanismes de ce genre ne sont pas nécessairement déclarés, car l'obligation de le faire repose généralement sur la notion de propriété véritable des titres comportant droit de vote ou des titres de capitaux propres, ou d'emprise sur ces titres. Leur déclaration serait utile pour préserver la transparence et l'intégrité du marché.

Nous proposons donc des modifications qui visent à inclure dans le critère d'application du système d'alerte certains types de dérivés ayant une incidence sur l'intérêt financier total de l'investisseur dans un émetteur. Pour l'application des obligations d'information, les projets de modification exigeraient de l'investisseur qu'il déclare son intérêt financier dans l'émetteur ainsi que ses droits de vote dans le cas d'un mécanisme de prêt de titres. L'investisseur serait aussi tenu de déclarer les instruments financiers liés et autres mécanismes conclus à l'égard des titres de l'émetteur, le cas échéant.

Critère d'application du système d'alerte

Nous proposons de modifier le critère d'application du système d'alerte en vertu du Règlement 62-104 et de l'article 102.1 de la Loi de l'Ontario (par la définition de la nouvelle expression « dérivé équivalent à des actions » et l'introduction d'une présomption) afin que l'investisseur soit tenu d'inclure dans le calcul du seuil de déclaration certaines positions sur dérivés sur actions qui sont « équivalent[e]s, pour l'essentiel », à des participations classiques sur le plan financier⁷.

Notre objectif consiste à faire en sorte qu'aux seules fins du calcul du seuil de déclaration selon le système d'alerte, l'investisseur soit réputé contrôler les titres comportant droit de vote ou les titres de capitaux propres dont un « dérivé équivalent à des actions » est fonction.

Le concept de « dérivé équivalent à des actions » engloberait les dérivés qui « reproduisent sensiblement » les conséquences économiques de la propriété des titres. Nous considérerions généralement qu'un dérivé reproduit sensiblement les conséquences économiques de la

⁷ Pour le moment, nous ne proposons pas de modifier de la même manière le calcul du seuil applicable aux OPA pour y inclure ces positions sur dérivés sur actions. Nous devons approfondir l'analyse des répercussions de toute modification du seuil applicable aux OPA avant d'en faire la proposition.

propriété d'un nombre précis de titres de référence lorsqu'un courtier ou un autre participant au marché ayant pris une position vendeur sur le dérivé peut couvrir l'essentiel de ses obligations découlant du dérivé en détenant au moins 90 % du nombre précis de titres de référence.

Le « dérivé équivalent à des actions » n'engloberait pas les instruments offrant une exposition partielle (par exemple, les options et les tunnels qui ne procurent à l'investisseur qu'une exposition limitée aux titres de référence). Bien que l'utilisation d'instruments offrant une exposition partielle puisse soulever des questions d'ordre réglementaire dans certaines circonstances, nous sommes conscients que l'introduction de l'obligation d'inclure ce genre d'instruments peut rendre le calcul du seuil de déclaration selon le système d'alerte indûment complexe et lourd pour les investisseurs. Pour l'heure, nous ne sommes pas convaincus que l'inclusion de ces instruments dans le calcul apporterait aux participants au marché des avantages supérieurs aux coûts que ce surcroît de complexité leur occasionnerait. Nous rappelons néanmoins aux participants au marché que nous conservons le pouvoir d'intervenir dans l'intérêt public lorsque des activités comportant des instruments offrant une exposition partielle peuvent être considérées comme abusives.

Les instruments que nous entendons viser par la définition de « dérivé équivalent à des actions » comprennent notamment les swaps sur rendement total, les contrats sur différence et les autres dérivés qui procurent à la partie détenant la position acheteur notionnelle un intérêt financier équivalent, pour l'essentiel, à celui qu'elle aurait eu si elle avait détenu les titres directement.

Par exemple, l'investisseur qui détient 4,9 % des actions ordinaires d'une société ouverte et qui conclurait, avec 3 courtiers, 3 swaps sur rendement total réglés en espèces, dont chacun représente l'équivalent financier d'une participation de 3 %, détiendrait une position financière équivalente à une participation de 13,9 %. Étant donné que ces swaps constitueraient des « dérivés équivalents à des actions » en vertu des projets de modification, il serait tenu de déposer une déclaration selon le système d'alerte (puisque'il aurait dépassé le seuil de déclaration de 5 %).

Dans le cas des swaps sur rendement total et des dérivés analogues, la contrepartie (un courtier, habituellement) a souvent une forte incitation financière à détenir les titres de référence pour couvrir ses obligations et peut décider de voter conformément aux souhaits de son client ou à rendre les titres accessibles au client, sur demande.

Les stratégies de propriété occulte peuvent nuire considérablement au système d'alerte car l'investisseur peut avoir un accès de facto aux titres détenus par la contrepartie au dérivé, mais se soustraire à l'obligation d'information reposant normalement sur la propriété ou le contrôle de jure.

Le fait qu'un bloc important de titres soit « indisponible » (c'est-à-dire qu'il est détenu par les contreparties à une position importante non déclarée sur dérivé sur actions) et ne soit donc pas accessible aux participants au marché peut être une information d'une grande pertinence pour ces derniers.

Nous estimons que ces types d'instruments financiers sont souvent utilisés par des investisseurs institutionnels admissibles qui, de ce fait, sont autorisés à se prévaloir du

régime de déclaration mensuelle. Cependant, comme il est signalé ci-dessous, ces investisseurs se verraient exclus du régime s'ils cessaient d'être investisseurs passifs.

Information à fournir dans les déclarations selon le système d'alerte

Nous proposons en outre de modifier les annexes sur l'information à fournir selon le système d'alerte (Annexes E, F et G du Règlement 62-103) afin d'étendre la portée de l'information exigée à l'intérêt de l'acquéreur dans des « dérivés équivalent à des actions ».

Si l'obligation de déclaration selon le système d'alerte s'applique parce qu'une personne a acquis (ou cédé) des titres ou des dérivés équivalents à des actions qui sont fonction de titres d'un émetteur assujéti, cette personne sera tenue de faire état de l'existence et des modalités importantes de tout instrument financier lié dans lequel elle a un intérêt⁸. Nous estimons que cette modification se traduira par de l'information plus précise sur l'intérêt financier et les droits de vote réels de l'acquéreur dans l'émetteur, ce qui devrait régler en bonne partie les questions de transparence que posent ces types de mécanismes.

Mécanismes de prêt de titres

Nous proposons de préciser et de modifier les obligations d'information actuellement en vigueur en vertu du système d'alerte afin d'améliorer la transparence en ce qui concerne les mécanismes de prêt de titres et de veiller à ce que l'information fournie à leur sujet conformément à ces obligations soit appropriée.

Le prêt de titres est la pratique du marché dans laquelle une partie (le prêteur) transfère temporairement des titres à une autre (l'emprunteur) contre rémunération. Aux termes de la convention de prêt, l'emprunteur est tenu de restituer au prêteur des titres identiques aux titres transférés ou prêtés, sur demande ou à l'échéance du prêt. Bien que ces opérations soient communément appelées des « prêts », cette appellation peut être trompeuse en ce sens où, dans les faits, elles entraînent le transfert de la propriété des titres prêtés contre l'engagement garanti de restituer des titres équivalents sur demande ou à l'échéance.

Par conséquent, comme nouveau propriétaire des titres, l'emprunteur peut exercer les droits de vote qui y sont rattachés et reçoit tout dividende ou intérêt versé pendant la durée du prêt. Or, les avantages économiques de la propriété sont habituellement retransférés au prêteur, de sorte que l'emprunteur lui versera des montants équivalents aux dividendes et aux intérêts qu'il aura reçus pendant de la durée du prêt. Le prêteur qui souhaite exercer les droits de vote rattachés aux titres prêtés peut avoir le droit de demander à l'emprunteur de lui restituer des titres équivalents, mais pas d'exercer les droits de vote rattachés à ces titres tant que ceux-ci ne lui ont pas été restitués.

Bien que les mécanismes de prêt de titres procurent des avantages au marché, en ce qu'ils augmentent la liquidité, réduisent les frais de garde et peuvent générer des revenus additionnels pour les investisseurs institutionnels et les autres participants, nous sommes d'avis qu'il convient d'accroître la transparence à l'égard de ces mécanismes afin que le marché puisse juger de l'utilisation qu'en font les parties.

⁸ L'expression « instrument financier lié » a le sens qui lui est attribué dans le Règlement 55-104.

Critère d'application du système d'alerte

Nous considérons que les obligations d'information actuelles s'appliquent déjà aux mécanismes de prêt de titres et qu'il n'est donc pas nécessaire de modifier le critère entraînant ces obligations de façon à englober expressément les titres qui sont « prêtés » ou « empruntés » dans le cadre de telles opérations.

1. Obligation de déclaration des emprunteurs

Nous sommes d'avis que les règles du système d'alerte actuellement en vigueur s'appliquent aux titres qui sont « prêtés » ou « empruntés » à un porteur en vertu d'un mécanisme de prêt de titres lorsqu'il s'agit d'établir si le porteur a dépassé un seuil de déclaration selon le système d'alerte.

Si, par exemple, un porteur qui est propriétaire de 4 % des actions ordinaires en circulation d'un émetteur assujéti « empruntait » des actions ordinaires supplémentaires représentant 10 % des actions ordinaires en circulation, il serait tenu de déposer une déclaration selon le système d'alerte puisqu'il aurait ainsi acquis (pendant la durée du prêt) la propriété véritable de plus de 5 % des actions ordinaires en circulation de l'émetteur, ou une emprise sur de tels titres⁹. Dans cet exemple, le vote du porteur emprunteur peut également être considéré comme un « vote vide », puisque l'emprunter peut avoir la faculté d'exercer les droits de vote rattachés aux actions prêtées mais n'a pas, par l'effet du mécanisme de prêt, d'intérêt financier dans celles-ci.

2. Obligation de déclaration des prêteurs

Comme pour l'application des règles du système d'alerte aux porteurs emprunteurs, nous estimons que les titres « prêtés » par un porteur en vertu d'un mécanisme de prêt de titres doivent entrer dans le calcul indiquant si le prêteur a dépassé le seuil de déclaration selon le système d'alerte.

Ainsi qu'il est précisé ci-dessus, nous proposons en outre d'exiger des personnes assujéties à l'obligations de déclaration selon le système d'alerte qu'elles déclarent non seulement les augmentations, mais aussi les diminutions d'au moins 2 % dans la propriété des titres visés¹⁰. Compte tenu de cette modification, nous estimons que, sauf en cas de dispense, ces obligations s'appliqueraient au prêteur qui cède au moins 2 % des titres visés dans le cadre de mécanismes de prêt de titres. Comme dans l'exemple de la rubrique précédente, le prêteur d'actions ordinaires représentant 10 % des actions ordinaires en circulation serait tenu de déposer une déclaration à l'égard de la cession effectuée dans le cadre du mécanisme de prêt de titres, sauf s'il en était dispensé.

Dispense relative à certains mécanismes de prêt de titres

Nous envisageons de dispenser les prêteurs de l'obligation de déclaration selon le système d'alerte relativement aux titres transférés ou prêtés dans le cadre d'un « mécanisme de prêt de

⁹ À cet égard, il est à noter que, même si la *Loi de l'impôt sur le revenu* du Canada (la « LIR ») prévoit certaines présomptions (voir le paragraphe 2 de l'article 260 de la LIR) selon lesquelles le transfert de « titres admissibles » dans le cadre d'un « mécanisme de prêt de valeurs mobilières » est réputé ne pas constituer une disposition (ou une nouvelle acquisition ultérieure) des « titres prêtés » pour l'application de la LIR, il n'existe pas actuellement de présomption semblable dans la législation en valeurs mobilières.

¹⁰ Nous signalons que les investisseurs institutionnels admissibles qui se prévalent du régime de déclaration mensuelle ont actuellement l'obligation de déclarer les diminutions graduelles de participation.

titres visé ». Ce genre de mécanisme confère le droit de réclamer inconditionnellement la restitution des titres avant la tenue d'une assemblée des porteurs.

Pour le moment, nous ne proposons pas de dispense correspondante pour les personnes qui souhaitent emprunter des titres à des prêteurs, puisque les mécanismes de prêt de titres peuvent, selon nous, donner lieu à des votes vides et que les règles du système d'alerte devraient généralement s'appliquer à ce genre d'opération.

Information à fournir dans la déclaration selon le système d'alerte

Conformément à l'annexe établissant l'information à fournir en vertu du système d'alerte, la personne qui est tenue de déposer une déclaration (ou, sinon, une déclaration mensuelle) n'a généralement pas l'obligation d'indiquer la nature générale ni les conditions importantes des « conventions de prêt »¹¹. Comme la question de la transparence des mécanismes de prêt de titres nous préoccupe, nous proposons de supprimer l'exception à l'obligation d'information relative à ces mécanismes dans les déclarations selon le système d'alerte. Les projets de modification prévoient l'obligation de déclarer les mécanismes en vigueur au moment de l'opération à déclarer, même si l'opération n'en impliquait pas.

Modifications apportées au régime de déclaration mensuelle du Règlement 62-103

Le principe derrière l'assouplissement des délais de déclaration en vertu du régime de déclaration mensuelle du Règlement 62-103 est que seuls les investisseurs institutionnels admissibles ayant une intention passive à l'égard de la propriété ou du contrôle de titres d'un émetteur assujetti peuvent se prévaloir du régime. Actuellement, l'investisseur institutionnel admissible qui se trouve dans l'une des situations suivantes ne peut s'en prévaloir :

- il fait ou a l'intention de faire une OPA sur les titres de l'émetteur assujetti;
- il propose ou compte proposer une restructuration de capital, une fusion, un arrangement ou une opération de regroupement similaire avec un émetteur assujetti qui lui assurerait une participation lui conférant le contrôle de ce dernier.

L'investisseur institutionnel admissible qui sollicite ou compte solliciter des procurations auprès des porteurs d'un émetteur assujetti peut se prévaloir du régime de déclaration mensuelle même s'il a l'intention d'entrer en contact avec les porteurs. À notre avis, le fait que les investisseurs institutionnels admissibles sont autorisés à se prévaloir de ce régime dans de telles circonstances n'est pas compatible avec l'intention du régime.

Pour remédier à la situation, nous proposons d'exclure du régime de déclaration mensuelle l'investisseur institutionnel admissible qui sollicite ou compte solliciter des procurations auprès des porteurs de l'émetteur assujetti sur des questions relatives à l'élection des administrateurs de ce dernier ou à une restructuration de capital, à une fusion, à un arrangement ou à une opération similaire sur les titres de l'émetteur assujetti.

¹¹ Se reporter au paragraphe g de la rubrique 1 de l'Annexe E et de l'Annexe F du Règlement 62-103.

Résumé des projets de modification

Les projets de modification sont résumés ci-dessous.

1. Le seuil de déclaration selon le système d'alerte passe de 10 % à 5 %. Le communiqué doit être publié et déposé rapidement, mais au plus tard à l'ouverture de la bourse le jour ouvrable suivant.
2. L'investisseur doit inclure dans le calcul établissant si le seuil a été atteint les positions sur dérivés sur actions qui sont équivalentes, pour l'essentiel, à des participations classiques sur le plan financier, ainsi que les mécanismes de prêt de titres.
3. De l'information supplémentaire est exigée en cas d'augmentation ou de diminution du pourcentage de participation d'au moins 2 % ou si un changement est survenu dans un fait important exposé dans une déclaration antérieure.
4. La publication et le dépôt d'un communiqué et le dépôt d'une déclaration sont obligatoires dans les cas où le pourcentage de propriété passe sous le seuil des 5 %. Cette modification apporterait de l'information utile au marché et résoudrait des difficultés dans l'établissement des déclarations. Sans la modification, la personne dont la propriété passe, par exemple, de 6 % à 4,5 % ne serait pas tenue de déclarer la diminution. Si, par la suite, elle acquérait la propriété de 1 % des titres, il serait difficile de savoir comment déclarer l'acquisition parce que la déclaration précédente faisait état d'une propriété de 6 % et que la personne en détient 5,5 %. En vertu des projets de modification, nous obligerions la personne à déclarer la diminution de propriété à 4,5 %, puis le dépassement ultérieur du seuil de 5 %.
5. À l'heure actuelle, les règles du système d'alerte sont accélérées dans les cas d'OPA, les acquisitions par une partie autre que l'initiateur devant être déclarées dès l'atteinte d'un seuil de 5 %. Puisque les projets de modification prévoient un seuil de déclaration de 5 % et la communication de l'information au plus tard à l'ouverture de la bourse le jour ouvrable suivant l'opération, les dispositions particulières aux OPA ne sont plus nécessaires selon nous.
Nous proposons, à titre de modification corrélative, de supprimer du Règlement 62-103 la définition de l'expression « dispositions sur l'annonce d'acquisitions ».
6. Nous proposons le remplacement de l'Annexe E du Règlement 62-103 par l'Annexe 62-103A1, qui prévoit de nouvelles obligations d'information. Nous avons ajouté des instructions sur le type d'information qui devrait figurer sous chacune des rubriques. Nous proposons en outre d'exiger que la déclaration soit attestée et signée. Des modifications correspondantes ont été apportées à l'information exigée des investisseurs institutionnels admissibles dans les anciennes Annexes F et G (maintenant les Annexes 62-103A2 et 62-103A3).
7. Nous excluons du régime de déclaration mensuelle toute personne qui sollicite ou compte solliciter des procurations auprès des porteurs de l'émetteur assujetti sur des questions relatives à l'élection des administrateurs de ce dernier ou à une restructuration de capital, à une fusion, à un arrangement ou à une opération similaire sur les titres de l'émetteur assujetti.

Solutions de rechange envisagées

À l'exception du statu quo, aucune solution de rechange aux projets de modification n'a été envisagée.

Coûts et avantages prévus

Les projets de modification, notamment la réduction du seuil de déclaration selon le système d'alerte de 10 % à 5 % et l'élargissement des obligations d'information, se traduiront par une plus grande transparence à l'égard des participations importantes dans les émetteurs. Nous nous attendons à ce que la diffusion de cette information ait pour effet d'accroître l'efficacité du marché. Toutefois, ces modifications feront augmenter les coûts associés à la conformité et d'autres coûts, par exemple en ce qui a trait à la diffusion possible des stratégies d'investissement.

Les projets de modification prévoient entre autres l'obligation de regrouper certaines positions sur dérivés sur actions et certains mécanismes de prêt de titres et de fournir de l'information à leur égard. L'inclusion de ces types d'opérations dans les règles du système d'alerte rehaussera la qualité et l'intégrité du régime. Comme ces modifications accroîtront les coûts associés à la conformité, nous nous sommes efforcés d'en atténuer les répercussions en limitant, pour le moment, les types de dérivés visés par le régime et en prévoyant pour les prêteurs une dispense de l'obligation de fournir de l'information sur certains mécanismes de prêt de titres.

Nous avons évalué si les projets de modification pouvaient faire augmenter le coût des OPA du fait que la capacité de l'initiateur de prendre une petite participation sans avoir à fournir d'information serait désormais inférieure à 5 %. Or, il appert que les initiateurs n'acquièrent généralement pas plus de 5 % des titres avant le lancement d'une offre parce que ces achats peuvent faire fluctuer le cours du marché et que l'identité de l'initiateur serait révélée.

Un seuil de déclaration de 5 % pourrait être avantageux pour les initiateurs éventuels, car il leur serait ainsi possible de connaître, en vue de conclure une convention de dépôt, l'identité des porteurs détenant au moins 5 % des titres visés. De même, le fait de disposer de l'information plus tôt représenterait un avantage pour les porteurs qui, sinon, se trouveraient à vendre leurs titres à un prix inférieur à celui offert par l'acquéreur. La diminution du seuil de déclaration à 5 % aurait aussi pour avantage de donner aux émetteurs plus de temps pour se défendre contre un initiateur éventuel ou un actionnaire activiste.

Consultation

Les intéressés sont invités à formuler des commentaires sur les projets de modification et à répondre aux questions ci-après.

1. Appuyez-vous notre proposition de maintenir à 2 % le seuil entraînant l'obligation de faire une nouvelle déclaration? Devrions-nous plutôt le fixer à 1 %? Veuillez motiver votre réponse.
2. Une personne ne peut acquérir de titres supplémentaires entre la date de l'acquisition et le jour ouvrable suivant le dépôt de la déclaration. Cette interdiction provisoire d'opérations ne s'applique pas aux acquisitions par lesquelles la personne acquiert la propriété véritable d'au moins 20 % des titres comportant droit de vote ou des titres

de capitaux propres, ou une emprise sur de tels titres, du fait que les dispositions relatives aux OPA sont applicables à partir du seuil de 20 %.

Compte tenu de la diminution proposée du seuil de déclaration, l'interdiction provisoire d'opérations s'appliquerait à partir d'un seuil de propriété de 5 %. Nous sommes d'avis que l'objectif de l'interdiction est toujours valable à un pourcentage de 5 % puisque le marché devrait être averti de l'acquisition avant que l'acquéreur ne soit autorisé à acheter un nombre supplémentaire de titres.

- a) Appuyez-vous notre proposition consistant à appliquer les dispositions d'interdiction provisoire d'opérations à compter d'un pourcentage de propriété de 5 %? Estimez-vous plutôt que cette interdiction ne devrait pas s'appliquer lorsque la propriété se situe entre 5 % et 10 %? Veuillez motiver votre réponse.
 - b) Les dispositions d'interdiction provisoire d'opérations s'appliquent aux acquisitions de « dérivés équivalents à des actions ». Soutenez-vous cette position? Veuillez motiver votre réponse.
 - c) Selon vous, une interdiction provisoire constitue-t-elle une mesure efficace? Est-il justifié de fixer à 20 % le seuil à compter duquel cette interdiction ne s'applique pas? Veuillez motiver votre réponse.
3. À l'heure actuelle, reconnaissant que l'accélération des déclarations est nécessaire lorsque des titres sont acquis au cours d'une OPA, nous exigeons le dépôt et la publication d'un communiqué avant l'ouverture de la bourse le jour ouvrable suivant l'opération lorsque le seuil de propriété de 5 % est atteint.

Dans les modifications proposées au seuil de déclaration selon le système d'alerte, nous ne proposons pas d'accélérer davantage la déclaration des opérations effectuées pendant une OPA.

- a) Approuvez-vous cette décision? Veuillez motiver votre réponse.
 - b) Dans la négative, de quelle manière devrait-on procéder pour accélérer la déclaration des opérations effectuées au cours d'une OPA? Devrait-on faire passer le seuil de déclaration des *changements* de 2 % à 1 %? Ou serait-il plus approprié de fixer à 3 % le seuil de déclaration de ces opérations? Veuillez motiver votre réponse.
4. Les projets de modification s'appliqueraient à tous les acquéreurs, notamment aux investisseurs institutionnels admissibles.
- a) Le seuil proposé de déclaration de 5 % selon le système d'alerte devrait-il s'appliquer à l'investisseur institutionnel admissible qui se prévaut du régime de déclaration mensuelle prévu à la partie 4 du Règlement 62-103? Veuillez motiver votre réponse.
 - b) Veuillez décrire tout fardeau important pour les investisseurs institutionnels admissibles, ou tout avantage éventuel pour nos marchés des capitaux, qu'il y aurait à fixer le seuil de déclaration de ces investisseurs à 5 %.

5. Les organismes de placement collectif qui sont émetteurs assujettis ne sont pas des investisseurs institutionnels admissibles au sens du Règlement 62-103 et sont ainsi soumis aux règles générales du système d'alerte du Règlement 62-104. Nos marchés des capitaux en tireraient-ils des avantages importants si nous devons soumettre les organismes de placement collectif aux règles du système d'alerte au seuil proposé de 5 %, ou si le fardeau que représenterait cette obligation l'emporterait sur les avantages éventuels? Veuillez motiver votre réponse.
6. Comme il est expliqué ci-dessus, nous proposons de modifier le calcul du seuil de déclaration selon le système d'alerte pour que l'investisseur soit tenu d'y inclure certaines positions sur dérivés sur actions qui sont équivalentes, pour l'essentiel, à des participations classiques sur le plan financier. Ces dispositions n'engloberaient que les dérivés qui « reproduisent sensiblement » les conséquences économiques de la propriété de titres, et non les instruments offrant une exposition partielle (par exemple, les options et les tunnels qui ne procurent à l'investisseur qu'une exposition limitée aux titres de référence). Souscrivez-vous à cette position? Dans le cas contraire, quel traitement devrions-nous réserver aux instruments offrant une exposition partielle?
7. Nous proposons des modifications à l'Instruction 62-203 concernant la définition de dérivé équivalent à des actions afin d'expliquer les situations dans lesquelles nous considérerions qu'un dérivé reproduit sensiblement les conséquences économiques de la propriété des titres de référence. Souscrivez-vous à l'orientation proposée?
8. Approuvez-vous la décision d'exclure du régime de déclaration mensuelle l'investisseur institutionnel admissible qui sollicite ou compte solliciter des procurations auprès des porteurs de l'émetteur assujetti sur des questions relatives à l'élection des administrateurs de ce dernier ou à une restructuration du capital ou à une opération similaire sur les titres de l'émetteur assujetti? Ces circonstances sont-elles une bonne raison d'exclure un investisseur institutionnel admissible du régime? Veuillez expliquer votre réponse. Si vous êtes en désaccord, veuillez suggérer d'autres circonstances.
9. Nous proposons de dispenser des règles du système d'alerte les acquéreurs qui sont prêteurs en vertu de mécanismes de prêt de titres et remplissent certaines conditions. Appuyez-vous cette proposition? Veuillez motiver votre réponse.
10. La définition proposée de l'expression « mécanisme de prêt de titres visé » vous convient-elle? Dans la négative, quelles modifications proposez-vous?
11. Pour le moment, nous ne proposons pas de dispenser les personnes qui empruntent des titres dans le cadre des mécanismes de prêt de titres, puisque nous estimons que le prêt de titres peut donner lieu à l'exercice de votes vides, situation qui devrait être déclarée en vertu des règles du système d'alerte. Soutenez-vous cette position? Dans la négative, veuillez expliquer pourquoi.
12. Les modifications proposées aux règles du système d'alerte répondent-elles adéquatement aux inquiétudes en matière de transparence des opérations de prêt de titres? Dans la négative, quelles modifications devraient permettre d'y répondre.

13. Appuyez-vous notre proposition d'appliquer les projets de modification à tous les émetteurs assujettis, y compris les émetteurs émergents? Veuillez motiver votre réponse. Estimez-vous que seulement certaines des modifications proposées devraient s'appliquer aux émetteurs émergents? Dans l'affirmative, lesquelles et pour quelles raisons?
14. Certaines parties à des dérivés équivalents à des actions peuvent les avoir acquis à d'autres fins que celle d'acquérir ultérieurement les titres de référence. Par exemple, ces parties peuvent, à des fins fiscales ou autres, souhaiter conserver un intérêt financier équivalent à des titres sans acquérir les titres de référence. L'obligation proposée entraînerait-elle un excès de déclarations sur les swaps sur rendement total et les autres dérivés équivalents à des actions? Ou la probabilité que les parties à ces dérivés soient admissibles au régime de déclaration mensuelle atténuerait-elle la possibilité qu'il y ait excès de déclarations?
15. Dans l'affirmative, serait-il possible de corriger la situation en obligeant les acquéreurs à expliquer dans la déclaration selon le système d'alerte l'objet de l'acquisition et, par conséquent, à préciser qu'ils n'ont pas l'intention d'acquérir les titres de référence à l'échéance du swap?

Transmission des commentaires

Veillez présenter vos commentaires écrits au plus tard le **12 juin 2013**. Si vous les envoyez par courrier électronique, veuillez également nous fournir ou joindre votre mémoire dans un fichier électronique (format Microsoft Word pour Windows).

Veillez adresser vos commentaires aux membres des ACVM, comme suit :

British Columbia Securities Commission
 Alberta Securities Commission
 Financial and Consumer Affairs Authority of Saskatchewan
 Commission des valeurs mobilières du Manitoba
 Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
 Autorité des marchés financiers
 Commission des valeurs mobilières du Nouveau-Brunswick
 Superintendent of Securities, Île-du-Prince-Édouard
 Nova Scotia Securities Commission
 Securities Commission of Newfoundland and Labrador
 Surintendant des valeurs mobilières, Yukon
 Surintendant des valeurs mobilières, Territoires du Nord-Ouest
 Surintendant des valeurs mobilières, Nunavut

Veillez n'envoyer vos commentaires qu'aux adresses suivantes et ils seront distribués aux autres membres des ACVM.

M^c Anne-Marie Beaudoin
Secrétaire générale
Autorité des marchés financiers
800, square Victoria, 22^e étage
C.P. 246, tour de la Bourse
Montréal (Québec) H4Z 1G3
Télécopieur : 514-864-6381
Courriel : consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

The Secretary
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
20 Queen Street West
Suite 1900, Box 55
Toronto (Ontario) M5H 3S8
Télécopieur : 416-593-8145
Courriel : comments@osc.gov.on.ca

Nous ne pouvons préserver la confidentialité des commentaires parce que la législation en valeurs mobilières de certaines provinces exige la publication d'un résumé des commentaires écrits reçus pendant la période de consultation.

Questions

Pour toute question, prière de s'adresser à l'une des personnes suivantes :

Rosetta Gagliardi
Conseillère en réglementation
Autorité des marchés financiers
514-395-0337, poste 4462
rosetta.gagliardi@lautorite.qc.ca

Gordon Smith
Senior Legal Counsel, Corporate Finance
British Columbia Securities Commission
604-899-6656
gsmith@bcsc.bc.ca

Leslie Rose
Senior Legal Counsel, Corporate Finance
British Columbia Securities Commission
604-899-6654
lrose@bcsc.bc.ca

Tracy Clark
Legal Counsel, Corporate Finance

Alberta Securities Commission
403-355-4424
tracy.clark@asc.ca

Sonne Udemgba
Deputy Director, Legal, Securities Division
Financial and Consumer Affairs Authority of Saskatchewan
306-787-5879
sonne.udemgba@gov.sk.ca

Chris Besko
Directeur adjoint et conseiller juridique
Commission des valeurs mobilières du Manitoba
204-945-2561
chris.besko@gov.mb.ca

Naizam Kanji
Deputy Director, Mergers and Acquisitions, Corporate Finance
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
416-593-8060
nkanji@osc.gov.on.ca

Jason Koskela
Senior Legal Counsel, Mergers and Acquisitions, Corporate Finance
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
416-595-8922
jkoskela@osc.gov.on.ca

Paul Hayward
Senior Legal Counsel, Compliance and Registrant Regulation
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
416-593-3657
phayward@osc.gov.on.ca

RÈGLEMENT MODIFIANT LE RÈGLEMENT 62-104 SUR LES OFFRES PUBLIQUES D'ACHAT ET DE RACHAT

Loi sur les valeurs mobilières
(chapitre V-1.1, a. 331.1, par. 11°, 21°, 22° et 34°)

1. L'article 1.1 du Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat est modifié par le remplacement, dans la définition de l'expression « offre publique d'achat », des mots « titres avec droit de vote » par les mots « titres comportant droit de vote ».

2. Les articles 5.1 à 5.5 de ce règlement sont remplacés par les suivants :

« 5.1. Définitions et interprétation

1) Dans la présente partie, on entend par :

« acquéreur » : toute personne qui acquiert des titres autrement qu'au moyen d'une offre publique d'achat ou de rachat faite conformément à la partie 2;

« dérivé » : un dérivé au sens du Règlement 55-104 sur les exigences et dispenses de déclaration d'initié (chapitre V-1.1, r. 31);

« dérivé équivalent à des actions » : un dérivé qui est fonction d'un titre comportant droit de vote ou d'un titre de capitaux propres d'un émetteur et qui procure au porteur, directement ou indirectement, un intérêt financier équivalent, pour l'essentiel, à l'intérêt financier lié à la propriété véritable du titre;

« intérêt financier » : un intérêt financier au sens du Règlement 55-104 sur les exigences et dispenses de déclaration d'initié;

« mécanisme de prêt de titres » : le mécanisme dans lequel les conditions suivantes s'appliquent :

a) une personne, le prêteur, transfère ou prête des titres à un moment donné à une autre personne, l'emprunteur;

b) on peut raisonnablement s'attendre à ce que l'emprunteur transfère ou restitue les titres ou des titres identiques au prêteur à une date ultérieure;

« mécanisme de prêt de titres visé » : le mécanisme de prêt de titres qui remplit toutes les conditions suivantes :

a) ses modalités importantes sont énoncées dans une convention écrite dont chaque partie conserve une copie;

b) il oblige l'emprunteur à verser au prêteur des sommes égales à tous les dividendes ou intérêts payés, le cas échéant, sur les titres que l'emprunteur aurait reçus s'il avait détenu les titres entre la date du transfert ou du prêt et le moment où les titres ou des titres identiques sont transférés ou restitués au prêteur;

c) le prêteur a établi des politiques et des procédures qui l'obligent à tenir un registre de tous les titres qu'il a transférés ou prêtés conformément aux mécanismes de prêts de titres;

d) la convention écrite prévoit au moins l'une des clauses suivantes :

i) le prêteur a le droit de réclamer inconditionnellement la restitution de tous les titres ou de titres identiques qu'il a transférés ou prêtés conformément au mécanisme de prêt de titres avant la date de clôture des registres pour toute assemblée des porteurs à laquelle les droits de vote rattachés aux titres peuvent être exercés;

ii) le prêteur oblige l'emprunteur à exercer les droits de vote rattachés aux titres transférés ou prêtés conformément à ses instructions;

« titres de l'acquéreur » : les titres d'un émetteur dont l'acquéreur ou toute personne agissant de concert avec lui a la propriété véritable ou sur lesquels il exerce une emprise à la date d'acquisition ou de cession.

2) Pour l'application de la présente partie, les paragraphes 1, 2 et 4 de l'article 1.8 et l'article 1.9 s'appliquent comme si, par « initiateur », on entendait « acquéreur ».

3) Pour l'application de la présente partie, les titres acquis par l'acquéreur et une ou plusieurs personnes agissant de concert avec lui sont réputés acquis par lui.

4) Pour l'application de l'article 5.2, l'acquéreur ou toute personne agissant de concert avec lui est réputé avoir acquis et exercer le contrôle de titres, y compris de titres non émis, à une date donnée s'il ou elle a acquis la propriété véritable d'un dérivé équivalent à des actions qui porte sur ces titres ou s'il ou elle exerce une emprise sur celui-ci.

« 5.2. Système d'alerte

1) L'acquéreur qui acquiert la propriété véritable soit de titres comportant droit de vote ou de titres de capitaux propres d'une catégorie d'un émetteur assujéti, soit de titres convertibles en ces titres, ou qui acquiert une emprise sur de tels titres, qui, avec les titres de cette catégorie de l'acquéreur, représentent au moins 5 % des titres en circulation de cette catégorie, a les obligations suivantes :

a) il publie et dépose rapidement, mais au plus tard à l'ouverture de la bourse le jour ouvrable suivant l'acquisition, un communiqué qui présente l'information prévue à l'article 3.1 du Règlement 62-103 sur le système d'alerte et questions connexes touchant les offres publiques et les déclarations d'initiés (chapitre V-1.1, r. 34);

b) il dépose rapidement, mais au plus tard 2 jours ouvrables suivant la date d'acquisition, une déclaration contenant l'information prévue à l'article 3.1 du Règlement 62-103 sur le système d'alerte et questions connexes touchant les offres publiques et les déclarations d'initiés.

2) L'acquéreur tenu de fournir l'information prévue au paragraphe 1 la publie et la dépose de nouveau conformément à ce paragraphe dans les cas suivants :

a) l'acquéreur ou toute personne agissant de concert avec lui acquiert ou cède la propriété véritable des titres suivants, ou une emprise sur de tels titres :

i) soit des titres dont le nombre représente au moins 2 % des titres en circulation de la catégorie ayant fait l'objet de la dernière déclaration déposée en vertu du présent article;

ii) soit des titres convertibles en titres représentant au moins 2 % des titres en circulation visés à la disposition *i*;

b) il s'est produit un changement dans un fait important exposé dans la déclaration prévue au paragraphe 1 ou au sous-paragraphe *a* du présent paragraphe.

3) L'acquéreur publie un communiqué et dépose une déclaration conformément au paragraphe 1 si le nombre de titres en circulation de la catégorie ayant fait l'objet de la dernière

déclaration déposée en vertu du présent article et dont il a la propriété véritable, ou sur lesquels il exerce une emprise, tombe en deçà du seuil de 5 %.

« 5.3. Interdiction provisoire d'opérations

1) À compter de l'événement sur lequel une déclaration doit être déposée en vertu de l'article 5.2 et jusqu'à la fin du jour ouvrable suivant la date du dépôt de la déclaration, l'acquéreur ou la personne agissant de concert avec lui ne peut acquérir la propriété véritable de titres de la catégorie faisant l'objet de la déclaration, ou de titres convertibles en titres de cette catégorie, ni faire d'offre d'acquisition à cette fin.

2) Le paragraphe 1 ne s'applique pas à l'acquéreur qui a la propriété véritable de titres, ou qui exerce une emprise sur de tels titres, représentant, avec les titres de l'acquéreur de cette catégorie, au moins 20 % des titres en circulation de cette catégorie.

« 5.4. Exemplaires du communiqué et de la déclaration

L'acquéreur qui dépose un communiqué ou une déclaration conformément à l'article 5.2 en transmet rapidement un exemplaire à l'émetteur assujetti.

« 5.5. Dispense

Les articles 5.2 et 5.3 ne s'appliquent pas au prêteur à l'égard de titres transférés ou prêtés conformément à un mécanisme de prêt de titres visé. ».

3. Le présent règlement entre en vigueur le (*indiquer ici la date d'entrée en vigueur du présent règlement*).

RÈGLEMENT MODIFIANT LE RÈGLEMENT 62-103 SUR LE SYSTÈME D'ALERTE ET QUESTIONS CONNEXES TOUCHANT LES OFFRES PUBLIQUES ET LES DÉCLARATIONS D'INITIÉS

Loi sur les valeurs mobilières
(chapitre V-1.1, a. 331.1, par. 1^o, 3^o, 8^o, 11^o, 21^o, 22^o et 34^o)

1. L'article 1.1 du Règlement 62-103 sur le système d'alerte et questions connexes touchant les offres publiques et les déclarations d'initiés est modifié :

1^o par l'insertion, avant la définition de l'expression « agir de concert », de la suivante :

« « acquéreur » : un acquéreur au sens de la partie 5 du Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat (chapitre V-1.1, r. 35) et, en Ontario, du paragraphe 1 de l'article 102 de la Loi sur les valeurs mobilières (L.R.O., c. 5.5); »;

2^o par le remplacement, dans la définition de l'expression « changement significatif dans une position sur un instrument financier lié », des mots « titres de participation » par les mots « titres de capitaux propres »;

3^o par le remplacement, dans la définition de l'expression « créancier nanti », du mot « nanti » par le mot « garanti »;

4^o par le remplacement, dans la définition de l'expression « définitions applicables », du mot « participation » par les mots « titres de l'acquéreur »;

5^o par l'insertion, après la définition de l'expression « définitions applicables », de la suivante :

« « dérivé équivalent à des actions » : un dérivé équivalent à des actions au sens de la partie 5 du Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat et, en Ontario, de l'article X de la Loi sur les valeurs mobilières; »;

6^o par la suppression, dans la définition de l'expression « dispositions applicables », du paragraphe e;

7^o par le remplacement de la définition de l'expression « dispositions d'interdiction provisoire d'opérations » par la suivante :

« « dispositions d'interdiction provisoire d'opérations » : le paragraphe 1 de l'article 5.3 du Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat et, en Ontario, le paragraphe 3 de l'article 102.1 de la Loi sur les valeurs mobilières; »;

8^o par la suppression de la définition de l'expression « dispositions sur l'annonce d'acquisitions »;

9^o par la suppression de la définition de l'expression « initiateur »;

10^o par le remplacement, dans le paragraphe d de la définition de l'expression « investisseur institutionnel admissible », des mots « d'en disposer » par les mots « de les céder »;

11^o par l'insertion, après la définition de l'expression « liens », des suivantes :

« « mécanisme de prêt de titres » : un mécanisme de prêt de titres au sens de la partie 5 du Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat et, en Ontario, de la

partie 1 de la *Rule 62-504 Take-Over Bids and Issuer Bids* de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario;

« « mécanisme de prêt de titres visé » : un mécanisme de prêt de titres visé au sens de la partie 5 du Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat et, en Ontario, de la partie 1 de la *Rule 62-504 Take-Over Bids and Issuer Bids* de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario; »;

12° par la suppression de la définition de l'expression « participation »;

13° par le remplacement de la définition des expressions « règles du système d'alerte » et « titres de participation », par les suivantes :

« « règles du système d'alerte » : les obligations prévues à l'article 5.2 du Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat et, en Ontario, aux paragraphes 1 de l'article 102.1 et 2 de l'article 101.1 de la Loi sur les valeurs mobilières;

« « risque financier » : un risque financier au sens du Règlement 55-104 sur les exigences et dispenses de déclaration d'initié (chapitre V-1.1, r. 31);

« « titre de capitaux propres » : un titre de capitaux propres au sens de la législation en valeurs mobilières;

« « titres de l'acquéreur » : les titres de l'acquéreur au sens de la partie 5 du Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat et, en Ontario, les valeurs mobilières de l'acquéreur au sens du paragraphe 1 de l'article 102 de la Loi sur les valeurs mobilières; ».

2. L'article 2.3 de ce règlement est abrogé.

3. L'article 3.1 de ce règlement est remplacé par le suivant :

« 3.1. Le contenu des communiqués de presse et des déclarations

1) Le communiqué de presse et la déclaration prévus aux règles du système d'alerte contiennent l'information prévue à l'Annexe 62-103A1.

2) Malgré le paragraphe 1, le communiqué de presse prévu aux règles du système d'alerte peut omettre l'information prévue aux rubriques 2.3, 6 et 9 de l'Annexe 62-103A1 s'il indique le nom et le numéro de téléphone de la personne physique à qui s'adresser pour obtenir une copie de la déclaration. ».

4. L'article 3.2 de ce règlement est modifié :

1° par le remplacement, dans ce qui précède le sous-paragraphe *a*, des mots « et les dispositions sur l'annonce d'acquisitions ne s'appliquent pas à l'allié de l'initiateur » par les mots « ne s'appliquent pas à l'allié de l'acquéreur »;

2° par le remplacement, dans le sous-paragraphe *a*, des mots « l'initiateur » par les mots « l'acquéreur ».

5. L'article 4.2 de ce règlement est modifié par l'addition, après le paragraphe *b*, du suivant :

« *c*) il sollicite ou compte solliciter des procurations auprès des porteurs de l'émetteur assujéti sur des questions relatives à l'élection des administrateurs de ce dernier ou à une restructuration de capital, à une fusion, à un arrangement ou à une opération similaire sur les titres de l'émetteur assujéti. ».

6. L'article 4.3 de ce règlement est modifié :
- 1° par le remplacement, dans le paragraphe 2, de « l'annexe F » par « l'Annexe 62-103A2 »;
- 2° par le remplacement, dans le sous-paragraphe *b* du paragraphe 4, de « 10 % » par « 5 % ».
7. Les articles 4.4 et 4.5 de ce règlement sont modifiés par le remplacement, partout où ils se trouvent, des mots « titres de participation » par les mots « titres de capitaux propres » et de « 10 % » par « 5 % ».
8. L'article 4.7 de ce règlement est modifié :
- 1° par le remplacement, dans le paragraphe 1, de « l'annexe G » par « l'Annexe 62-103A3 »;
- 2° par le remplacement, dans le sous-paragraphe *b* du paragraphe 2, des mots « titres de participation » par les mots « titres de capitaux propres ».
9. L'article 5.1 de ce règlement est modifié :
- 1° par le remplacement, dans le paragraphe *a*, du mot « disposition » par le mot « cession »;
- 2° par le remplacement, dans le paragraphe *b*, des mots « l'initiateur » par les mots « l'acquéreur »;
- 3° par le remplacement, dans le paragraphe *c*, du mot « disposition » par le mot « cession ».
10. L'intitulé de la partie 8 et l'article 8.1 de ce règlement sont remplacés par les suivants :
- « PARTIE 8 LA DISPENSE EN FAVEUR DU CRÉANCIER GARANTI**
- 8.1. La dispense en faveur du créancier garanti**
- 1) Dans le cas de titres qui sont contrôlés par une personne en sa qualité de créancier garanti et des titres qui peuvent être acquis par conversion, exercice ou échange de ces titres, qui sont affectés en garantie d'une dette en vertu d'un contrat écrit et dans le cours ordinaire des activités de l'entité, la personne est dispensée des dispositions applicables et n'a pas à prendre en compte ces titres pour les besoins des définitions applicables.
- 2) Le paragraphe 1 cesse de s'appliquer au moment où la personne devient légalement autorisée à disposer des titres en qualité de créancier garanti en vue d'affecter le produit de la réalisation de la garantie au remboursement de la dette garantie. ».
11. L'article 8.2 de ce règlement est remplacé par le suivant :
- « 8.2 La dispense supplémentaire en faveur du créancier garanti pour les petites opérations**
- Malgré le paragraphe 2 de l'article 8.1, dans le cas de titres qui sont contrôlés par une personne en sa qualité de créancier garanti et des titres qui peuvent être acquis par conversion, exercice ou échange de ces titres, qui sont affectés en garantie d'une dette en vertu d'un contrat écrit et dans le cours ordinaire des activités de la personne, celle-ci est dispensée des dispositions applicables et n'a pas à prendre en compte ces titres pour les besoins des définitions applicables, même si la personne est légalement autorisée à céder les titres en

qualité de créancier garanti en vue d'affecter le produit de la réalisation de la garantie au remboursement de la dette garantie lorsque sont réunies les 2 conditions suivantes :

a) Le principal de la dette, ajouté au principal de toutes les autres dettes contractées ou garanties par l'emprunteur auprès de cette personne, n'excède pas 2 000 000 \$;

b) Les titres affectés en garanti et les titres qui peuvent être acquis par conversion, exercice ou échange des titres affectés en garanti, constituent moins de 5 % d'une catégorie de titres comportant droit de vote ou de titres de capitaux propres. ».

12. L'article 8.3 de ce règlement est modifié par le remplacement du mot « nanti » par le mot « garanti ».

13. L'article 9.1 de ce règlement est modifié :

1° dans le paragraphe 1 :

a) par la suppression de « 3, »;

b) par le remplacement, dans le sous-paragraphe *a*, des mots « titres de participation » par les mots « titres de capitaux propres »;

2° par la suppression du paragraphe 3.

14. Ce règlement est modifié par le remplacement des annexes E, F et G par les suivantes :

**« ANNEXE 62-103A1
INFORMATION À FOURNIR EN VERTU DES RÈGLES DU SYSTÈME
D'ALERTE**

Indiquer si la déclaration est déposée dans le but de modifier l'information fournie dans une déclaration antérieure. Préciser la date de la déclaration modifiée.

Rubrique 1 Titres et émetteur

1.1. Indiquer la désignation de la catégorie de titres auxquels la déclaration se rapporte ainsi que le nom de l'émetteur des titres et l'adresse de son établissement principal.

1.2. Indiquer le marché sur lequel l'opération ou l'événement entraînant l'obligation de déposer la déclaration a eu lieu.

Rubrique 2 Identité de l'acquéreur

2.1. Indiquer le nom et l'adresse de l'acquéreur.

2.2. Indiquer la date de l'opération ou de l'événement entraînant l'obligation de déposer la déclaration et en fournir une brève description.

2.3. Indiquer le nom des alliés, le cas échéant.

INSTRUCTIONS

Si l'acquéreur est une personne physique, indiquer son nom, son adresse et ses fonctions ou activités principales ainsi que le nom, l'activité principale et l'adresse de toute personne qui l'emploie.

Si l'acquéreur est une personne morale, une société en nom collectif, une société en commandite, un syndicat ou un autre groupe de personnes, indiquer son nom,

l'adresse de son établissement principal, son territoire de constitution ou d'établissement et son activité principale.

Rubrique 3 Participation dans l'émetteur

3.1. Indiquer la désignation et le nombre ou le montant en capital des titres dont l'acquisition ou la cession entraîne l'obligation de déposer la déclaration et le changement de pourcentage de participation de l'acquéreur dans la catégorie de titres.

3.2. Indiquer si l'acquisition visait la propriété ou le contrôle des titres, y compris le contrôle réputé exister en droit.

3.3. Si l'opération impliquait un dérivé équivalent à des actions, indiquer le nombre ou le montant en capital réel ou théorique des titres sous-jacents.

3.4. Si l'opération impliquait un mécanisme de prêt de valeurs mobilières, l'indiquer.

3.5. Indiquer la désignation et le nombre ou le montant en capital des titres ainsi que le pourcentage de participation de l'acquéreur dans la catégorie de titres immédiatement avant et après l'opération ou l'événement entraînant l'obligation de déposer la déclaration.

3.6. Indiquer la désignation et le nombre ou le montant en capital des titres ainsi que le pourcentage des titres en circulation de la catégorie de titres suivants :

a) ceux dont l'acquéreur, seul ou avec des alliés, a la propriété et le contrôle;

b) ceux dont l'acquéreur, seul ou avec des alliés, a la propriété, mais dont le contrôle est exercé par d'autres personnes;

c) ceux dont l'acquéreur, seul ou avec des alliés, a le contrôle exclusif ou partagé, sans en avoir la propriété;

d) ceux que l'acquéreur, seul ou avec des alliés, est réputé contrôler.

3.7. Si l'acquéreur ou un allié a un intérêt ou un droit dans un instrument financier lié à un titre de la catégorie de titres visés par la présente rubrique, ou une obligation relative à cet instrument, y compris un instrument financier lié qui est un dérivé équivalent à des actions, fournir l'information suivante :

a) une description des modalités importantes de la convention faisant intervenir un dérivé équivalent à des actions;

b) tout autre instrument financier lié et son incidence sur la participation de l'acquéreur.

3.8. Faire état de l'existence et des modalités importantes de tout mécanisme de prêt de titres, notamment sa durée et le détail des clauses de restitution des titres.

3.9. Si l'acquéreur a transféré ou prêté des titres conformément à un mécanisme de prêt de titres visé qui n'a pas pris fin, faire état de l'existence et des modalités importantes du mécanisme, notamment sa durée et le détail des clauses de restitution des titres.

3.10. Déclarer toute opération ayant eu pour effet de modifier, directement ou indirectement, le risque financier auquel l'émetteur expose l'acquéreur.

INSTRUCTIONS

i) *L'acquéreur ou un allié qui acquiert la propriété de dérivés équivalents à des actions, ou exerce une emprise sur ceux-ci, est réputé exercer une emprise sur les titres reliés de l'émetteur en vertu du paragraphe 4 de l'article 5.1 du Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat (chapitre V-1.1, r. 35) et de l'article XX de la Loi sur les valeurs mobilières de l'Ontario (L.R.O., c. 5.5). Ainsi, l'acquéreur et l'allié sont tenus de fournir cette information sous une rubrique distincte de la déclaration (y compris le nombre de titres et la participation de l'émetteur en pourcentage des titres, conformément à la présente rubrique 3.1), comme s'ils avaient directement la propriété ou le contrôle des titres de l'émetteur auquel se rapportent les dérivés équivalents à des actions.*

ii) *L'expression « instrument financier lié » s'entend au sens du Règlement 55-104 sur les exigences et dispenses de déclaration d'initié (chapitre V-1.1, r. 31). Elle vise à englober l'obligation de déclarer les opérations ou les conventions dans lesquelles l'intérêt financier à l'égard d'un titre dont une personne a la propriété véritable ou sur lequel elle exerce une emprise a été modifié.*

iii) *Pour l'application du paragraphe a de la rubrique 3.7 ainsi que des rubriques 3.8 et 3.9, les modalités importantes de la convention faisant intervenir un dérivé équivalent à des actions ou du mécanisme de prêt de titres excluent généralement l'identité de la contrepartie.*

Rubrique 4 Contrepartie payée

4.1. Indiquer la valeur, en dollars canadiens, de toute contrepartie versée ou reçue par titre et au total. Indiquer si la contrepartie versée ou reçue offre une prime sur le cours du marché et, le cas échéant, le pourcentage.

4.2. Dans le cas d'une opération ou d'un événement qui n'a pas eu lieu sur une bourse ou sur un autre marché représentant un marché publié pour la négociation des titres, notamment l'émission d'actions nouvelles, indiquer la nature et la valeur, en dollars canadiens, de la contrepartie versée ou reçue par l'acquéreur.

4.3. Si les titres ont été acquis ou cédés autrement que par achat ou vente, décrire le mode d'acquisition ou de cession.

Rubrique 5 Objectif de l'opération

Indiquer l'objectif poursuivi par l'acquéreur et ses alliés en réalisant l'acquisition ou la cession de titres de l'émetteur assujetti. Décrire, s'il y a lieu, leurs projets ou intentions qui pourraient se rapporter ou conduire aux résultats suivants :

a) l'acquisition par toute personne de titres supplémentaires de l'émetteur assujetti, ou la cession de titres de l'émetteur;

b) une opération structurelle exceptionnelle visant l'émetteur assujetti ou l'une de ses filiales, par exemple une fusion, une restructuration du capital ou une liquidation;

c) la vente ou le transfert d'une partie importante de l'actif de l'émetteur assujetti ou de l'une de ses filiales;

d) tout changement dans la composition du conseil d'administration ou de la direction de l'émetteur assujetti, notamment tout projet ou toute intention, le cas échéant, de modifier le nombre d'administrateurs ou la durée de leur mandat ou de pourvoir aux vacances au sein du conseil;

e) tout changement important dans la structure du capital ou dans la politique de dividendes de l'émetteur assujetti;

f) tout autre changement important dans les activités ou la structure organisationnelle de l'émetteur assujetti;

g) toute modification des statuts, des règlements ou de documents analogues de l'émetteur assujetti ou toute action pouvant empêcher une personne d'acquiescer le contrôle de l'émetteur;

h) la radiation d'une catégorie de titres de l'émetteur assujetti de la cote d'un marché ou la fin de son admissibilité à y être cotée;

i) le fait pour l'émetteur de cesser d'être émetteur assujetti dans un territoire;

j) l'intention de solliciter des procurations auprès de porteurs;

k) toute action similaire à l'une de celles énumérées ci-dessus.

Rubrique 6 Conventions relatives aux titres de l'émetteur

Décrire toute convention entre l'acquéreur et un allié et entre ces personnes et toute autre personne concernant des titres de l'émetteur, notamment le transfert de titres ou l'exercice des droits de vote y afférents, les commissions d'intermédiaire, les coentreprises, les conventions de prêt ou d'option, les garanties de profits, le partage des profits ou des pertes, ou l'octroi de procurations ou le refus d'en octroyer, et indiquer l'identité des personnes qui sont parties à ces conventions. Inclure l'information pour les titres affectés en garantie ou assujettis à une éventualité qui, si elle survenait, conférerait à une autre personne un droit de vote ou d'investissement sur ces titres, sauf l'information sur les clauses types en matière de défaillance et clauses similaires des conventions de prêt.

INSTRUCTIONS

L'information relative aux conventions visées à la rubrique 3 n'est pas à fournir sous la présente rubrique.

Rubrique 7 Changement dans un fait important

Le cas échéant, décrire tout changement survenu dans un fait important exposé dans une déclaration déposée antérieurement par l'acquéreur à l'égard des titres de l'émetteur assujetti.

Rubrique 8 Dispense

Dans le cas où l'acquéreur se prévaut d'une dispense des obligations prévues par la législation en valeurs mobilières applicables aux offres formelles pour réaliser l'opération, préciser la dispense dont il s'agit et décrire les faits sur lesquels elle repose.

Rubrique 9 Attestation

L'acquéreur doit attester que l'information est véridique et complète à tous égards. Dans le cas d'un mandataire, il donne l'attestation selon ce qu'il connaît, mais c'est à l'acquéreur qu'il incombe de veiller à ce que l'information déposée par le mandataire soit véridique et complète.

La déclaration doit être signée par chaque personne au nom de laquelle elle est déposée ou par son représentant autorisé.

Commet une infraction quiconque présente de l'information qui, au moment et eu égard aux circonstances de sa présentation, est fautive ou trompeuse sur un point important.

Attestation

L'attestation doit s'énoncer comme suit :

« Je, l'acquéreur, atteste que, ou je, le mandataire déposant la déclaration pour le compte de l'acquéreur, atteste qu'à ma connaissance, les déclarations faites dans les présentes sont véridiques et complètes à tous les égards.

.....
Date

.....
Signature

.....
Nom et titre ».

**« ANNEXE 62-103A2
INFORMATION À FOURNIR PAR L'INVESTISSEUR INSTITUTIONNEL
ADMISSIBLE EN VERTU DE L'ARTICLE 4.3**

Rubrique 1 Titres et émetteur

1.1. Indiquer la désignation de la catégorie de titres auxquels la déclaration se rapporte ainsi que le nom de l'émetteur des titres et l'adresse de son établissement principal.

1.2. Indiquer le marché sur lequel l'opération ou l'événement entraînant l'obligation de déposer la déclaration a eu lieu.

Rubrique 2 Identité de l'investisseur institutionnel admissible

2.1. Indiquer le nom et l'adresse de l'investisseur institutionnel admissible.

2.2. Indiquer la date de l'opération ou de l'événement entraînant l'obligation de déposer la déclaration et en fournir une brève description.

2.3. Indiquer que l'investisseur institutionnel admissible cesse de déposer des déclarations pour l'émetteur assujéti en vertu de la partie 4.

2.4. Préciser les raisons pour lesquelles il ne les dépose plus.

2.5. Indiquer le nom des alliés, le cas échéant.

Rubrique 3 Participation dans l'émetteur

3.1. Indiquer la désignation et le nombre ou le montant en capital des titres ainsi que le pourcentage de participation de l'investisseur institutionnel admissible dans la catégorie de titres immédiatement avant et après l'opération ou l'événement entraînant l'obligation de déposer la déclaration.

3.2. Indiquer si l'acquisition visait la propriété ou le contrôle des titres, y compris le contrôle réputé exister en droit.

3.3. Si l'opération impliquait un dérivé équivalent à des actions, indiquer le nombre ou le montant en capital réel ou théorique des titres sous-jacents.

3.4. Si l'opération impliquait un mécanisme de prêt de valeurs mobilières, l'indiquer.

3.5. Indiquer la désignation et le nombre ou le montant en capital des titres ainsi que le pourcentage des titres en circulation de la catégorie de titres suivants :

a) ceux dont l'investisseur institutionnel admissible, seul ou avec des alliés, a la propriété et le contrôle;

b) ceux dont l'investisseur institutionnel admissible, seul ou avec des alliés, a la propriété, mais dont le contrôle est exercé par d'autres personnes;

c) ceux dont l'investisseur institutionnel admissible, seul ou avec des alliés, a le contrôle exclusif ou partagé, sans en avoir la propriété;

d) ceux que l'investisseur institutionnel admissible, seul ou avec des alliés, est réputé contrôler.

3.6. Si l'investisseur institutionnel admissible ou un allié a un intérêt ou un droit dans un instrument financier lié à un titre de la catégorie de titres visés par la présente rubrique, ou une obligation relative à cet instrument, y compris un instrument financier lié qui est un dérivé équivalent à des actions, fournir l'information suivante :

a) une description des modalités importantes de la convention faisant intervenir un dérivé équivalent à des actions;

b) tout autre instrument financier lié et son incidence sur la participation de l'investisseur institutionnel admissible.

3.7. Faire état de l'existence et des modalités importantes du mécanisme de prêt de titres, notamment sa durée et les clauses de restitution des titres.

3.8. Si l'investisseur institutionnel admissible a transféré ou prêté des titres conformément à un mécanisme de prêt de titres visé qui n'a pas pris fin, faire état de l'existence et des modalités importantes du mécanisme, notamment sa durée et les clauses de restitution des titres.

3.9. Déclarer toute opération ayant pour effet de modifier, directement ou indirectement, le risque financier auquel l'émetteur expose l'investisseur institutionnel admissible.

INSTRUCTIONS

i) *L'investisseur institutionnel admissible ou un allié qui acquiert la propriété de dérivés équivalents à des actions, ou exerce une emprise sur ceux-ci, est réputé exercer une emprise sur les titres reliés de l'émetteur conformément au paragraphe 4 de l'article 5.1 du Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat (chapitre V-1.1, r. 35) et de l'article XX de la Loi sur les valeurs mobilières de l'Ontario (L.R.O., c. 5.5). Ainsi, l'investisseur institutionnel admissible et l'allié sont tenus de fournir cette information sous une rubrique distincte de la déclaration (y compris le nombre de titres et la participation dans l'émetteur en pourcentage des titres, conformément à la présente rubrique), comme s'ils avaient directement la propriété ou le contrôle des titres de l'émetteur auquel se rapportent les dérivés équivalents à des actions.*

ii) *L'expression « instrument financier lié » s'entend au sens du Règlement 55-104 sur les exigences et dispenses de déclaration d'initié (chapitre V-1.1, r. 31). Elle vise à englober l'obligation de déclarer les opérations ou les conventions dans lesquelles l'intérêt financier à l'égard d'un titre dont une personne a la propriété véritable ou sur lequel elle exerce une emprise a été modifié.*

iii) Pour l'application du paragraphe a de la rubrique 3.6 ainsi que des rubriques 3.7 et 3.8, les modalités importantes de la convention faisant intervenir un dérivé équivalent à des actions ou du mécanisme de prêt de titres excluent généralement l'identité de la contrepartie.

Rubrique 4 Contrepartie payée

4.1. Indiquer la valeur, en dollars canadiens, de toute contrepartie versée ou reçue par titre et au total. Indiquer si la contrepartie versée ou reçue offre une prime sur le cours du marché et, le cas échéant, le pourcentage.

4.2. Dans le cas d'une opération ou d'un événement qui n'a pas eu lieu sur une bourse ou sur un autre marché représentant un marché publié pour la négociation des titres, notamment l'émission d'actions nouvelles, indiquer la nature et la valeur, en dollars canadiens, de la contrepartie versée ou reçue par l'investisseur institutionnel admissible.

4.3. Si les titres ont été acquis ou cédés autrement que par achat ou vente, décrire le mode d'acquisition ou de cession.

Rubrique 5 Objectif de l'opération

Indiquer l'objectif poursuivi par l'investisseur institutionnel admissible et ses alliés en réalisant l'acquisition ou la cession de titres de l'émetteur assujéti. Décrire, s'il y a lieu, leurs projets ou intentions qui pourraient se rapporter ou conduire aux résultats suivants :

a) l'acquisition par toute personne de titres supplémentaires de l'émetteur, ou la cession de titres de l'émetteur assujéti;

b) une opération structurelle exceptionnelle visant l'émetteur assujéti ou l'une de ses filiales, par exemple une fusion, une restructuration du capital ou une liquidation;

c) la vente ou le transfert d'une partie importante de l'actif de l'émetteur assujéti ou de l'une de ses filiales;

d) tout changement dans la composition du conseil d'administration ou de la direction de l'émetteur assujéti, notamment tout projet ou toute intention, le cas échéant, de modifier le nombre d'administrateurs ou la durée de leur mandat ou de pourvoir aux vacances au sein du conseil;

e) tout changement important dans la structure du capital ou dans la politique de dividendes de l'émetteur assujéti;

f) tout autre changement important dans les activités ou la structure organisationnelle de l'émetteur assujéti;

g) toute modification des statuts, des règlements ou de documents analogues de l'émetteur assujéti ou toute autre action pouvant empêcher une personne d'acquérir le contrôle de l'émetteur;

h) la radiation d'une catégorie de titres de l'émetteur de l'émetteur assujéti de la cote d'un marché ou la fin de son admissibilité à y être cotée;

i) le fait pour l'émetteur de cesser d'être émetteur assujéti dans un territoire;

j) l'intention de solliciter des procurations auprès de porteurs;

k) toute action similaire à l'une de celles énumérées ci-dessus.

Rubrique 6 Conventions relatives aux titres de l'émetteur

Décrire toute convention entre l'investisseur institutionnel admissible et un allié et entre ces personnes et toute autre personne concernant des titres de l'émetteur, notamment le transfert de titres ou l'exercice des droits de vote y afférents, les commissions d'intermédiaire, les coentreprises, les conventions de prêt ou d'option, les garanties de profits, le partage des profits ou des pertes, ou l'octroi de procurations ou le refus d'en octroyer, et indiquer l'identité des personnes qui sont parties à ces conventions. Inclure cette information pour les titres affectés en garantie ou assujettis à une éventualité qui, si elle survenait, conférerait à une autre personne un droit de vote ou d'investissement sur ces titres, sauf l'information sur les clauses types en matière de défaillance et autres clauses similaires des conventions de prêt.

INSTRUCTION

L'information relative aux conventions visées à la rubrique 3 n'est pas à fournir sous la présente rubrique.

Rubrique 7 Changement dans un fait important

Le cas échéant, décrire tout changement survenu dans un fait important exposé dans une déclaration déposée antérieurement par l'investisseur institutionnel admissible à l'égard des titres de l'émetteur assujetti.

Rubrique 8 Dispense

Dans le cas où l'investisseur institutionnel admissible se prévaut d'une dispense des obligations prévues par la législation en valeurs mobilières applicables aux offres formelles pour réaliser l'opération, préciser la dispense dont il s'agit et décrire les faits sur lesquels elle repose.

Rubrique 9 Attestation

L'investisseur institutionnel admissible doit attester que l'information est véridique et complète à tous égards. Dans le cas d'un mandataire, il donne l'attestation selon ce qu'il connaît, mais c'est à l'investisseur institutionnel admissible qu'il incombe de veiller à ce que l'information déposée par le mandataire soit véridique et complète.

La déclaration doit être signée par chaque personne au nom de laquelle elle est déposée ou par son représentant autorisé.

Commet une infraction quiconque présente de l'information qui, au moment et eu égard aux circonstances de sa présentation, est fautive ou trompeuse sur un point important.

Attestation

L'attestation doit s'énoncer comme suit :

« Je, l'investisseur institutionnel admissible, atteste que, ou je, le mandataire déposant la déclaration pour le compte de cet investisseur, atteste qu'à ma connaissance, les déclarations faites dans les présentes sont véridiques et complètes à tous les égards.

.....
Date

.....
Signature

.....
Nom et titre ».

**« ANNEXE 62-103A3
INFORMATION À FOURNIR PAR L'INVESTISSEUR INSTITUTIONNEL
ADMISSIBLE EN VERTU DE LA PARTIE 4**

Indiquer si la déclaration est déposée dans le but de modifier l'information fournie dans une déclaration antérieure. Préciser la date de la déclaration modifiée.

Rubrique 1 Titres et émetteur

1.1. Indiquer la désignation de la catégorie de titres auxquels la déclaration se rapporte ainsi que le nom de l'émetteur des titres et l'adresse de son établissement principal.

1.2. Indiquer le marché sur lequel l'opération ou l'événement entraînant l'obligation de déposer la déclaration a eu lieu.

Rubrique 2 Identité de l'investisseur institutionnel admissible

2.1. Indiquer le nom et l'adresse de l'investisseur institutionnel admissible.

2.2. Indiquer la date de l'opération ou de l'événement entraînant l'obligation de déposer la déclaration et en fournir une brève description.

2.3. Indiquer le nom des alliés, le cas échéant.

2.4. Indiquer que l'investisseur institutionnel admissible est autorisé à déposer des déclarations à l'égard de l'émetteur assujéti en vertu de la partie 4.

Rubrique 3 Participation dans l'émetteur

3.1. Indiquer la désignation ainsi que l'augmentation ou la diminution nette du nombre ou du montant en capital des titres et du pourcentage de participation de l'investisseur institutionnel admissible dans la catégorie de titres depuis la dernière déclaration déposée en vertu de la partie 4 ou selon les règles du système d'alerte.

3.2. Indiquer la désignation et le nombre ou le montant en capital des titres ainsi que le pourcentage de participation de l'investisseur institutionnel admissible dans la catégorie de titres à la fin du mois sur lequel porte la déclaration.

3.3. Si l'opération impliquait un dérivé équivalent à des actions, indiquer le nombre ou le montant en capital réel ou théorique des titres sous-jacents.

3.4. Si l'opération impliquait un mécanisme de prêt de valeurs mobilières, l'indiquer.

3.5. Indiquer la désignation et le nombre ou le montant en capital des titres ainsi que le pourcentage des titres en circulation de la catégorie de titres suivants :

a) ceux dont l'investisseur institutionnel admissible, seul ou avec des alliés, a la propriété et le contrôle;

b) ceux dont l'investisseur institutionnel admissible, seul ou avec des alliés, a la propriété, mais dont le contrôle est exercé par d'autres personnes;

c) ceux dont l'investisseur institutionnel admissible, seul ou avec des alliés, a le contrôle exclusif ou partagé, sans en avoir la propriété;

d) ceux que l'investisseur institutionnel admissible, seul ou avec des alliés, est réputé contrôler.

3.6. Si l'investisseur institutionnel admissible ou un allié a un intérêt ou un droit dans un instrument financier lié à un titre de la catégorie de titres visés par la présente rubrique, ou une obligation relative à cet instrument, y compris un instrument financier lié qui est un dérivé équivalent à des actions, fournir l'information suivante :

a) une description des modalités importantes de la convention faisant intervenir un dérivé équivalent à des actions;

b) tout autre instrument financier lié et son incidence sur la participation de l'investisseur institutionnel admissible.

3.7. Faire état de l'existence et des modalités importantes du mécanisme de prêt de titres, notamment sa durée et les clauses de restitution des titres.

3.8. Si l'investisseur institutionnel admissible a transféré ou prêté des titres conformément à un mécanisme de prêt de titres visé qui n'a pas pris fin, faire état de l'existence et des modalités importantes du mécanisme, notamment sa durée et les clauses de restitution des titres.

3.9. Déclarer toute opération ayant pour effet de modifier, directement ou indirectement, le risque financier auquel l'émetteur expose l'investisseur institutionnel admissible.

INSTRUCTIONS

i) *L'investisseur institutionnel admissible ou un allié qui acquiert la propriété de dérivés équivalents à des actions, ou exerce une emprise sur ces titres, est réputé exercer une emprise sur les titres reliés de l'émetteur en vertu du paragraphe 4 de l'article 5.1 du Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat (chapitre V-1.1, r. 35) et de l'article XX de la Loi sur les valeurs mobilières de l'Ontario (L.R.O., c. 5.5). Ainsi, l'investisseur institutionnel admissible et l'allié sont tenus de fournir cette information sous une rubrique distincte de la déclaration (y compris le nombre de titres et la participation dans l'émetteur en pourcentage des titres, conformément à la présente rubrique), comme s'ils avaient directement la propriété ou le contrôle des titres de l'émetteur auquel se rapportent les dérivés équivalents à des actions.*

ii) *L'expression « instrument financier lié » s'entend au sens du Règlement 55-104 sur les exigences et dispenses de déclaration d'initié (chapitre V-1.1, r. 31). Elle vise à englober l'obligation de déclarer les opérations ou les conventions dans lesquelles l'intérêt financier à l'égard d'un titre dont une personne a la propriété véritable ou sur lequel elle exerce une emprise a été modifié.*

iii) *L'investisseur institutionnel admissible peut omettre de la déclaration le pourcentage de participation si le changement de pourcentage représente moins de 1 % des titres de la catégorie.*

iv) *Pour l'application du paragraphe a de la rubrique 3.6 ainsi que des rubriques 3.7 et 3.8, les modalités importantes de la convention faisant intervenir un dérivé équivalent à des actions ou du mécanisme de prêt de titres excluent généralement l'identité de la contrepartie.*

Rubrique 4 Objectif de l'opération

Indiquer l'objectif poursuivi par l'investisseur institutionnel admissible et ses alliés en réalisant l'acquisition ou la cession de titres de l'émetteur assujéti. Décrire, s'il y a lieu, leurs projets ou intentions qui pourraient se rapporter ou conduire à l'un des résultats suivants :

- a) l'acquisition par toute personne de titres supplémentaires de l'émetteur assujéti, ou la cession de titres de l'émetteur;
- b) la vente ou le transfert d'une partie importante de l'actif de l'émetteur assujéti ou de l'une de ses filiales;
- c) tout changement dans la composition du conseil d'administration ou de la direction de l'émetteur assujéti, notamment tout projet ou toute intention, le cas échéant, de modifier le nombre d'administrateurs ou la durée de leur mandat ou de pourvoir aux vacances au sein du conseil;
- d) tout changement important dans la structure du capital ou dans la politique de dividendes de l'émetteur assujéti;
- e) tout autre changement important dans les activités ou la structure organisationnelle de l'émetteur assujéti;
- f) toute modification des statuts, des règlements ou de documents analogues de l'émetteur assujéti ou toute action pouvant empêcher une personne d'acquérir le contrôle de l'émetteur;
- g) la radiation d'une catégorie de titres de l'émetteur assujéti de la cote d'un marché ou la fin de son admissibilité à y être cotée;
- h) le fait pour l'émetteur de cesser d'être émetteur assujéti dans un territoire;
- i) toute action similaire à l'une de celles énumérées ci-dessus.

Rubrique 5 Conventions relatives aux titres de l'émetteur

Décrire toute convention entre l'investisseur institutionnel admissible et un allié et entre ces personnes et toute autre personne concernant des titres de l'émetteur, notamment le transfert de titres ou l'exercice des droits de vote y afférents, les commissions d'intermédiaire, les contreparties, les conventions de prêt ou d'option, les options de vente ou d'achat, les garanties de profits, le partage des profits ou des pertes, ou l'octroi de procurations ou le refus d'en octroyer, et indiquer l'identité des personnes qui sont parties à ces conventions. Inclure cette information pour les titres affectés en garantie ou assujétis à une éventualité qui, si elle survenait, conférerait à une autre personne un droit de vote ou d'investissement sur ces titres, sauf l'information sur les clauses types en matière de défaillance et autres clauses similaires des conventions de prêt.

INSTRUCTIONS

L'information relative aux conventions visées à la rubrique 3 n'est pas à fournir sous la présente rubrique.

Rubrique 6 Changement dans un fait important

Le cas échéant, décrire tout changement survenu dans un fait important exposé dans une déclaration déposée antérieurement par l'investisseur institutionnel admissible selon les règles du système d'alerte ou en vertu de la partie 4 à l'égard des titres de l'émetteur assujéti.

Rubrique 7 Attestation

L'investisseur institutionnel admissible doit attester que l'information est véridique et complète à tous égards. Dans le cas d'un mandataire, il donne l'attestation selon ce qu'il connaît, mais c'est à l'investisseur institutionnel admissible qu'il incombe de veiller à ce que l'information déposée par le mandataire soit véridique et complète.

La déclaration doit être signée par chaque personne au nom de laquelle elle est déposée ou par son représentant autorisé.

Commets une infraction quiconque présente de l'information qui, au moment et eu égard aux circonstances de sa présentation, est fautive ou trompeuse sur un point important.

Attestation

L'attestation doit s'énoncer comme suit :

« Je, l'investisseur institutionnel admissible, atteste que, ou je, le mandataire déposant la déclaration pour le compte de cet investisseur, atteste qu'à ma connaissance, les déclarations faites dans les présentes sont véridiques et complètes à tous les égards.

.....
Date

.....
Signature

.....
Nom et titre ». ».

15. Le présent règlement entre en vigueur le (*indiquer ici la date d'entrée en vigueur du présent règlement*).

MODIFICATION DE L'INSTRUCTION GÉNÉRALE 62-203 RELATIVE AUX OFFRES PUBLIQUES D'ACHAT ET DE RACHAT

1. L'Instruction générale 62-203 relative aux offres publiques d'achat et de rachat est modifiée par l'addition, après la partie 2, de la suivante :

« PARTIE 3 DÉCLARATIONS ET ANNONCES D'ACQUISITIONS

« 3.1. Dérivé équivalent à des actions

La définition de « dérivé équivalent à des actions » vise les swaps sur rendement total d'actions et les dérivés essentiellement similaires qui sont fonction d'un titre comportant droit de vote ou d'un titre de capitaux propres d'un émetteur et qui procurent un intérêt financier équivalent, pour l'essentiel, à l'intérêt financier lié à la propriété véritable du titre. Pour établir s'il a une obligation d'information, l'investisseur qui acquiert un dérivé équivalent à des actions est tenu d'inclure les titres dont le dérivé est fonction.

Nous considérons généralement qu'un dérivé reproduit sensiblement les conséquences économiques de la propriété d'un nombre précis de titres de référence lorsqu'un courtier ou un autre participant au marché ayant pris une position vendeur sur le dérivé peut couvrir l'essentiel de ses obligations découlant du dérivé en détenant au moins 90 % du nombre précis de titres de référence.

En général, les dérivés équivalents à des actions englobent uniquement les swaps sur rendement total d'actions réglés en espèces et les dérivés essentiellement similaires. Cependant, en sont exclus les dérivés offrant une exposition partielle, notamment les options d'achat réglées en espèces qui ne présentent qu'une exposition à la hausse du titre.

Nous souhaitons rappeler aux participants au marché que les autorités en valeurs mobilières conservent le pouvoir de prendre des mesures dans l'intérêt public lorsque des activités comportant des instruments offrant une exposition partielle peuvent être considérées comme abusives.

« 3.2. Mécanismes de prêt de titres

Le prêt de titres est une pratique du marché dans laquelle une partie (le prêteur) transfère temporairement des titres à une autre (l'emprunteur) contre rémunération. Dans le cadre de la convention de prêt, l'emprunteur est tenu de restituer au prêteur des titres identiques aux titres transférés ou prêtés, sur demande ou à l'échéance du prêt.

Dans les mécanismes de prêt de titres, la propriété des titres est transférée du prêteur à l'emprunteur pendant la durée du prêt. Au cours de cette période, l'emprunteur possède la totalité des droits de propriété et peut revendre les titres et exercer les droits de vote qui s'y rattachent. En général, les mécanismes de prêt de titres conclus entre le prêteur et l'emprunteur prévoient le paiement au prêteur de certains avantages économiques (par exemple, les dividendes) reçus sur les titres prêtés. Dans les prêts de titres, l'intérêt financier dans les titres, qui demeure au prêteur, est donc détaché des droits de propriété et de vote, ces derniers étant transférés à l'emprunteur. Le prêteur qui souhaite exercer les droits de vote rattachés aux titres prêtés peut avoir le droit de demander à l'emprunteur de lui restituer des titres identiques, mais il n'est pas autorisé à exercer ces droits de vote tant que les titres ne lui ont pas été restitués.

Ainsi, dans les mécanismes de prêt de titres, le prêteur cède ses titres et l'emprunteur les acquiert pendant la durée du prêt. Par conséquent, les deux parties devraient tenir compte des titres vendus (prêtés) et acquis (empruntés) conformément à ces mécanismes pour déterminer si l'obligation d'information en vertu du système d'alerte s'applique ou non.

L'article 5.5 du règlement et l'article 7.3 de la Rule de la CVMO dispensent de l'application des règles du système d'alerte le prêteur en vertu d'un mécanisme de prêt de titres si les titres sont transférés ou prêtés conformément à un mécanisme qui remplit les critères d'un mécanisme de prêt de titres visé. Si le mécanisme conformément auquel le prêteur cède des titres n'est pas un mécanisme de prêt de titres visé, les obligations d'information en vertu du système d'alerte s'appliquent à la cession.

L'emprunteur est assujetti en toutes circonstances aux obligations de la partie 5 du règlement, de l'article 102.1 de la Loi de l'Ontario et de la partie 7 de la Rule de la CVMO, y compris s'il acquiert les titres conformément à un mécanisme de prêt de titres visé. ».

Draft Regulations

Securities Act

(R.S.Q. c. V-1.1, s. 331.1, pars. (1), (3), (8), (11), (21), (22) and (34), and s. 331.2)

Regulation to Amend Regulation 62-104 respecting Take-Over Bids and Issuer Bids

Regulation to Amend Regulation 62-103 respecting Early Warning System and Related Take-Over Bid and Insider Reporting Issues

Notice is hereby given by the *Autorité des marchés financiers* (the "Authority") that, in accordance with section 331.2 of the *Securities Act*, R.S.Q. c. V-1.1, the following Regulations, the texts of which are published hereunder, may be made by the Authority and subsequently submitted to the Minister of Finance for approval, with or without amendment, after 90 days have elapsed since their publication in the Bulletin of the Authority:

- *Regulation to Amend Regulation 62-104 respecting Take-Over Bids and Issuer Bids;*
- *Regulation to Amend Regulation 62-103 respecting Early Warning System and Related Take-Over Bid and Insider Reporting Issues.*

Draft amendments to the following policy statement are also published hereunder :

- *Amendments to Policy Statement 62-203 respecting Take Over Bids and Issuer Bids.*

Request for comment

Comments regarding the above may be made in writing by **June 12, 2013**, to the following:

M^e Anne-Marie Beaudoin
 Corporate Secretary
 Autorité des marchés financiers
 800, square Victoria, 22^e étage
 C.P. 246, tour de la Bourse
 Montréal (Québec) H4Z 1G3
 Fax: (514) 864-6381
 E-mail: consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

Further information

Further information is available from:

Rosetta Gagliardi
 Senior Policy Advisor
 Autorité des marchés financiers
 514-395-0337, ext. 4462
 Toll-free: 1 877 525-0337
rosetta.gagliardi@lautorite.qc.ca

March 13, 2013

CSA Notice and Request for Comment

Draft Regulation to Amend Regulation 62-104 respecting Take-Over Bids and Issuer Bids

and

Draft Regulation to Amend Regulation 62-103 respecting Early Warning System and Related Take-Over Bid and Insider Reporting Issues

and

Draft Amendments to Policy Statement 62-203 respecting Take-Over Bids and Issuer Bids

March 13, 2013

Introduction

The Canadian Securities Administrators (the CSA or we) are publishing for a 90-day comment period draft amendments and changes to:

- *Regulation 62-104 respecting Take-Over Bids and Issuer Bids* (Regulation 62-104),
- *Policy Statement 62-203 respecting Take-Over Bids and Issuer Bids* (Policy Statement 62-203), and
- *Regulation 62-103 respecting Early Warning System and Related Take-Over Bid and Insider Reporting Issues* (Regulation 62-103) (collectively, the Draft Amendments).

The text of the Draft Amendments is published with this notice and will also be available on websites of CSA jurisdictions, including:

www.lautorite.qc.ca
www.albertasecurities.com
www.bsc.bc.ca
www.gov.ns.ca/nssc
www.nbsc-cvmnb.ca
www.osc.gov.on.ca
www.sfsc.gov.sk.ca
www.msc.gov.mb.ca

The objective of the Draft Amendments is to provide greater transparency about significant holdings of issuers' securities by proposing an early warning reporting threshold of 5%, requiring disclosure of both increases and decreases in ownership of 2% or more of securities, and enhancing the content of the disclosure in the early warning news releases and reports required to be filed. We are also proposing changes so that certain "hidden ownership" and "empty voting" arrangements are disclosed.

The Draft Amendments include amendments to the early warning reporting requirements in Regulation 62-104 which applies in all provinces and territories of Canada except Ontario. In Ontario, we anticipate that amendments to the *Securities Act* (Ontario) (Ontario Act) and Ontario Securities Commission Rule 62-504 *Take-Over Bids and Issuer Bids* (OSC Rule 62-504) will be proposed in order to allow the substance of the Draft Amendments to apply fully in Ontario.

We are not proposing comprehensive reforms to the alternative monthly reporting (AMR) framework in Regulation 62-103 applicable to eligible institutional investors (EIIs). However, some of the Draft Amendments will apply to an EII reporting under the AMR regime and we propose a change to the criteria for disqualification from AMR. We will consider more comprehensive changes to the AMR regime as part of a future review.

Background

The early warning system was introduced in Canada in 1987 as a result of proposals made by the Securities Industry Committee on Take-over Bids (the Industry Committee).¹

The Industry Committee believed that a 20% threshold was appropriate for regulating take-over bids in Canada but at the same time recognized that the accumulation of a holding of 10% should be disclosed as it could be a signal of a potential acquisition of control.

In June 1990, the CSA published for comment a proposal to reduce the take-over bid threshold to 10% and the early warning disclosure threshold from 10% to 5%.

Although the CSA presented the decrease in the early warning threshold as possibly being dependent on a decrease of the take-over bid threshold, in our view, the take-over bid threshold is not the only relevant factor in determining the early warning threshold.

In the 1990 Request for Comment, the CSA stated that "the reduction in the early warning disclosure threshold from 10% to 5% is being proposed by the CSA to increase the level of disclosure available to securities regulators and the public."²

Comments received were mixed. Many agreed with the decrease to 5% but expressed practical concerns about the compliance burden on passive investors. It was suggested that the CSA consider adopting a disclosure regime for passive institutional investors similar to the one available in the U.S.

¹ Report of the Securities Industry Committee on Take-over Bids, *The Regulation of Take-over Bids in Canada: Premium Private Agreement Transactions* (November 1983), at p.46.

² Request for Comment, *Proposed Changes to Provincial Securities Legislation – Take-Over Bids*, June 8, 1990.

In September 1998, the CSA published for comment draft Regulation 62-103. The primary purpose of draft Regulation 62-103 was to provide exemptions from the early warning requirements and the insider reporting requirement to certain institutional investors that have a "passive intent" with respect to their ownership or control of securities of reporting issuers and to permit those persons to disaggregate securities that they own or control for purposes of those requirements in certain circumstances.

The Notice that accompanied draft Regulation 62-103 described the rationale for the early warning system as follows. We believe that rationale is still valid today.

The early warning system contained in the securities legislation of most jurisdictions requires disclosure of holdings of securities that exceed certain prescribed thresholds in order to ensure that the market is advised of accumulations of significant blocks of securities that may influence control of a reporting issuer. Dissemination of this information is important because the securities acquired can be voted or sold, and the accumulation of the securities may signal that a take-over bid for the issuer is imminent. In addition, accumulations may be material information to the market even when not made to change or influence control of the issuer. Significant accumulations of securities may affect investment decisions as they may effectively reduce the public float, which limits liquidity and may increase price volatility of the stock. Market participants also may be concerned about who has the ability to vote significant blocks as these can affect the outcome of control transactions, the constitution of the issuer's board of directors and the approval of significant proposals or transactions. The mere identity and presence of an institutional shareholder may be material to some investors.³

A number of market participants have recently expressed concerns with the current early warning regime. In particular, they consider that the reporting threshold of 10% ownership is too high and question the adequacy of the disclosure included in the early warning reports filed in Canada, specifically with respect to disclosure about the purpose of the transaction.

Hidden Ownership and Empty Voting

In the Notice and Request for Comment (the Insider Reporting Notice) published in connection with draft *Regulation 55-104 respecting Insider Reporting Requirements and Exemptions* (Regulation 55-104)⁴, we identified concerns about the potential use of derivatives to avoid early warning requirements, insider reporting requirements and similar securities law disclosure requirements that are based on the concepts of beneficial ownership and control or direction. Sophisticated investors may be able to use derivatives to accumulate substantial economic positions in public companies without public disclosure (this is referred to as "hidden ownership"). We also described in the Insider Reporting Notice issues relating to the disclosure of arrangements where an investor may utilize derivatives or securities

³ Notice of National Instrument 62-103 *The Early Warning System and Take-Over Bid and Insider Reporting Issues*, September 4, 1998. Regulation 62-103 came into force across Canada on March 15, 2000.

⁴ Notice and Request for Comment, *Draft Regulation 55-104 respecting Insider Reporting Requirements and Exemptions*, Part 10 Future Initiatives – Hidden Ownership and Empty Voting, December 18, 2008.

lending arrangements to hold voting rights in respect of an issuer although the investor may not have an equivalent economic stake in the issuer (this is referred to as “empty voting”).

We indicated in the Insider Reporting Notice that we were reviewing reform proposals to address hidden ownership concerns in other jurisdictions and were considering developing similar proposals for Canada.

We received a number of comments in support of developing comparable proposals for Canada, including comments from issuers, investors, law firms and investor protection organizations. No commenters opposed our proceeding with this initiative.⁵

Regulation 55-104 came into force across Canada in April 2010. Since then, we have continued to monitor developments in other major jurisdictions around the world. A number of jurisdictions have now introduced rules that require investors to aggregate and disclose derivatives for reporting purposes.⁶

Substance and Purpose

Reporting Threshold

The basic requirements of the early warning regime are set out in Part 5 of Regulation 62-104 and sections 102 and 102.1 of the Ontario Act and Part 7 of OSC Rule 62-504. Under the early warning regime, if a person acquires beneficial ownership of, or control or direction over, voting or equity securities of any class of a reporting issuer that would constitute 10% or more of the outstanding securities of that class, the person must issue and file a news release promptly and file a report within 2 business days. A person must also issue a news release and file a report for additional acquisitions of 2% or more of the outstanding securities. Other than under the AMR regime for EIIs, the current early warning regime does not specifically require disclosure of decreases in ownership of, or control or direction over, voting or equity securities.

The early warning regulatory framework requires disclosure of holdings of securities to advise the market of accumulations of significant blocks of securities that may influence control of a reporting issuer. Dissemination of this information is important because the securities acquired can be voted, or the accumulation of the securities may signal that a take-over bid for the reporting issuer is possible.

In our view, our current threshold of 10%, introduced in 1987, does not respond to the reality of increasing shareholder activism and to the ability of a shareholder holding 5% to requisition a shareholders' meeting. The objective of early warning disclosure is not only to predict possible take-over bids but also to anticipate proxy-related matters where a threshold of 5% may be

⁵ Notice of Regulation 55-104 respecting Insider Reporting Requirements and Exemptions, Appendix C Summary of Comments and Responses, January 22, 2010.

⁶ For example, in the United Kingdom, the Financial Services Authority introduced new rules, effective June 2009, that generally require investors to aggregate their holdings of shares, “qualifying instruments” and “financial instruments with a similar economic effect to qualifying instruments” (e.g., “contracts for difference”) in relation to most UK-listed issuers in determining whether they have crossed a disclosure threshold. See Financial Services Authority, Disclosure of Contracts for Difference – Questions & Answers: Version 3 (November 2010), available at <http://www.fsa.gov.uk/pubs/ukla/disclosure.pdf>.

critical. Our early warning disclosure requirements should recognize the realities of our current markets where a significant accumulation of securities is relevant for purposes beyond signaling potential take-over-bids.

We propose to decrease the reporting threshold from 10% to 5%. We believe this lower threshold is appropriate because information regarding the accumulation of significant blocks of securities is relevant for a number of reasons in addition to signaling a potential take-over bid for the issuer, such as:

- it may be possible for a shareholder at the 5% level to influence control of an issuer;
- significant shareholding is relevant for proxy-related matters (for example, under corporate legislation, a shareholder can generally requisition a shareholders' meeting if it holds 5% of an issuer's voting securities);
- market participants may be concerned about who has the ability to vote significant blocks as these can affect the outcome of control transactions, the constitution of the issuer's board of directors and the approval of significant proposals or transactions;
- significant accumulations of securities may affect investment decisions;
- the identity and presence of an institutional shareholder may be material to some investors;
- a lower early warning reporting threshold will provide all market participants with greater information about significant shareholders and thereby enhance market transparency;
- a 5% threshold would be consistent with the standard of several major foreign jurisdictions; and
- changes in corporate governance practices have increased the need for issuers to communicate directly with beneficial owners. A lower threshold would provide reporting issuers greater visibility into their shareholder base and a greater ability to engage with significant shareholders earlier. It would also allow shareholders to communicate among themselves earlier.

We do not propose to amend the threshold for reporting further acquisitions; it remains at 2% and a change in a material fact contained in an earlier report.

However, to provide greater certainty to the market, we propose to require disclosure of a 2% decrease in ownership. Currently, the early warning regime does not explicitly require a person to file a further early warning report where there is a decrease in ownership; instead, a person must determine whether the decrease in ownership is a change in a material fact and file a further report based on that assessment. We think that decreases in ownership of an issuer are as relevant to the market as increases in ownership and should be disclosed.

Enhanced Disclosure

The purpose of early warning reporting is to compel the release of information with respect to changes in the ownership of, or control or direction over, a reporting issuer's voting or equity securities to allow the market to review and assess the potential market impact of the change. Investors must be given sufficient information to be able to effectively evaluate the impact. In

our view, disclosure to investors of a change that may influence or affect control is essential for market transparency and investor confidence.

Persons subject to the early warning requirements disclose the purpose of the change as part of their early warning news release and report. Concerns have been expressed about the adequacy of the disclosure included in the early warning reports filed in Canada, particularly with respect to disclosure about the purpose of the transaction.

We have found that the disclosure is often inadequate and does not sufficiently inform investors. In our view, more detailed disclosure of, for example, the intentions of the person acquiring securities and the purpose of the acquisition would enhance the substance and quality of early warning reporting.

We think we should require enhanced early warning disclosure. While persons subject to the early warning requirements are required to disclose the purpose of the acquisition as part of their early warning news release and report, we have found that this disclosure often consists of boilerplate language that provides little useful information for the market. We propose to amend our disclosure requirements and specify disclosure of the type of information we expect about the purpose of the transaction. We believe that more detailed disclosure of the intentions of the person acquiring securities and the purpose of the acquisition is required for the market to properly evaluate the particulars of the acquisition.

Hidden Ownership and Empty Voting

Derivatives and Related Financial Instruments

We believe that changes to the scope of the early warning framework are required in order to ensure proper transparency of securities ownership in light of the increased use of derivatives by investors.

A sophisticated investor may be able, through the use of equity swaps or similar derivative arrangements, to accumulate a substantial economic interest in an issuer without public disclosure and then potentially convert this interest into voting securities in time to exercise a vote (this is referred to as “hidden ownership”).

It is also possible for an investor, through derivatives or securities lending arrangements, to hold voting rights in an issuer and possibly influence the outcome of a shareholder vote, although it may not have an equivalent economic stake in the issuer (this is referred to as “empty voting”).

These types of arrangements may not be disclosed under current securities law requirements since these requirements are generally based on the concept of beneficial ownership of, or control or direction over, voting or equity securities. The disclosure of these arrangements would be helpful in maintaining transparency and market integrity.

We are therefore proposing amendments intended to include certain types of derivatives that affect an investor’s total economic interest in an issuer for the purposes of determining the early warning reporting threshold trigger. For the purposes of early warning reporting disclosure, the Draft Amendments would require disclosure of an investor’s economic interest in an issuer as well as its voting interest in the case of securities lending arrangements. An investor would also have to disclose that it has entered into related financial instruments and other arrangements with respect to the securities of the issuer, if this is the case.

Early Warning Reporting Trigger

We propose to amend the early warning reporting trigger in Regulation 62-104 and section 102.1 of the Ontario Act (through a new definition of “equity equivalent derivative” and a deeming provision) so that an investor would be required to include within the early warning calculation certain equity derivative positions that are *substantially equivalent* in economic terms to conventional equity holdings.⁷

Our intention is to ensure that, for purposes of the early warning reporting threshold only, an investor would be deemed to have control or direction over voting or equity securities referenced in an “equity equivalent derivative”.

The “equity equivalent derivative” concept would capture derivatives that substantially replicate the economic consequences of ownership. We would generally consider a derivative to substantially replicate the economic consequences of ownership of a specified number of reference securities if a dealer or other market participant that took a short position on the derivative could substantially hedge its obligations under the derivative by holding 90% or more of the specified number of reference securities.

An “equity equivalent derivative” would not encompass partial-exposure instruments (e.g., options and collars that provide the investor with only limited exposure to the reference securities). While the use of partial-exposure instruments could raise policy concerns in certain circumstances, we are mindful that the introduction of a requirement to include partial-exposure instruments may render the early warning threshold calculation unduly complex and onerous for investors. We are not persuaded at this time that the benefits to market participants through inclusion of partial exposure instruments in the early warning threshold calculation would outweigh the costs to market participants in terms of additional complexity. We nonetheless remind market participants that the securities regulatory authorities retain public interest jurisdiction to respond to activities involving partial-exposure instruments that may be considered abusive.

Examples of instruments that we intend to come within the definition of “equity equivalent derivative” include total return swaps (TRSs), contracts for difference (CFDs), and other derivatives that provide the party with the notional “long” position with an economic interest that is substantially equivalent to the economic interest the party would have if the party held the securities directly.

For example, if an investor holds 4.9% of the common shares of a public company and then enters into 3 cash-settled TRSs with 3 dealers each representing the economic equivalent of a 3% ownership position, the investor would have an economic position equivalent to a 13.9% ownership position. Since TRSs would constitute “equity equivalent derivatives” under the Draft Amendments, the investor would be required to file an early warning report (as a result of having crossed the proposed early warning reporting threshold of 5%).

⁷ We are not proposing, at this time, to similarly revise the calculation of the take-over bid threshold to include equity derivative positions that are substantially equivalent in economic terms to conventional equity holdings. We need to consider further the impact of any change to the take-over bid threshold before we propose any amendment to this threshold.

In TRSs and similar derivative instruments, the counterparty (typically, a dealer) will in many cases have a strong economic incentive to hedge its obligations under the arrangement through holding the reference securities and may decide to vote in accordance with its client's wishes or to make the securities available to the client on request.

Hidden ownership strategies can significantly undermine the early warning regime since an investor may have *de facto* access to securities held by the derivative counterparty but avoid a disclosure obligation which has traditionally been premised on *de jure* ownership or control.

The fact that a substantial block of securities has been “tied up” (i.e., is being held by counterparties to a substantial undisclosed equity derivative position), and is therefore not available to market participants, may be highly relevant information to market participants.

We believe that these types of financial instruments are often used by investors that are EIIs and therefore eligible to use the AMR system. However, as noted below, they would be disqualified from AMR in circumstances where they cease to be passive investors.

Disclosure in Early Warning Reports

We also propose to amend the early warning forms (Appendices E, F and G of Regulation 62-103) to broaden the scope of required disclosure to encompass interests of an acquiror in “equity equivalent derivatives”.

If early warning reporting requirements are triggered because a person has acquired (or disposed of) securities or an equity equivalent derivative in respect of securities of a reporting issuer, that person will be required to disclose the existence and material terms of any related financial instruments in which it has an interest.⁸ We believe this amendment will result in more specific disclosure about an acquiror's actual economic and voting interests in an issuer and thereby substantially address the transparency concerns associated with these types of arrangements.

Securities Lending Arrangements

We are proposing to clarify and amend the existing early warning reporting disclosure requirements to provide greater transparency about, and ensure appropriate disclosure of, securities lending arrangements for the purposes of early warning disclosure requirements.

Securities lending describes the market practice whereby securities are temporarily transferred from one party (the lender) to another party (the borrower) in return for a fee. As part of the lending agreement, the borrower is obliged to redeliver to the lender securities that are identical to the securities transferred or lent, either on demand or at the end of the loan term. Although securities lending transactions are commonly described as “loans”, this description may be misleading in that securities lending transactions, in fact, involve a transfer of title to the loaned securities against a collateralized undertaking to return equivalent securities either on demand or at the end of an agreed term.

Consequently, as the new owner of the securities, the borrower is entitled to vote the securities and receives any dividend or interest payments paid during the loan term.

⁸ “Related financial instrument” has the meaning ascribed to that term in Regulation 55-104.

However, the economic benefits of ownership will typically be transferred back to the lender so, while the borrower is entitled to receive any dividend and interest payments over the life of the loan, it will make equivalent payments to the lender. If the lender wants to vote the loaned securities, it may have the right to recall equivalent securities from the borrower but will not be entitled to vote such securities unless and until they are recalled.

While securities lending arrangements provide benefits to the market, in that they promote enhanced liquidity, reduce custodial fees, and may generate additional revenues for institutional investors and other participants, we believe that increased transparency about these arrangements is appropriate so that the market can assess the use of these arrangements by the parties.

Early Warning Reporting Trigger

We are of the view that existing disclosure requirements already apply to securities lending arrangements and, consequently, it is not necessary to amend the existing early warning reporting disclosure trigger to explicitly capture securities that are “lent” or “borrowed” under such transactions.

1. Reporting by Borrowers

We believe that the current early warning reporting requirements apply to securities that are “lent to” or “borrowed” by a securityholder under a securities lending arrangement for purposes of determining whether the securityholder has crossed an early warning reporting disclosure threshold.

For example, if a securityholder currently owns 4% of the outstanding common shares of a reporting issuer, and then “borrows” an additional 10% of the outstanding common shares, the securityholder will be required to file an early warning report since the securityholder will, as a consequence of the borrowing transaction, have acquired (for the duration of the arrangement) beneficial ownership of, or control or direction over, 5% or more of the outstanding common shares of the issuer.⁹ In this example, the borrowing securityholder may also be considered an “empty voter” in connection with the borrowed shares, since the borrower may have the ability to vote these shares but will not, as a result of the borrowing arrangement, have an economic interest in the shares.

2. Reporting by Lenders

Consistent with our view regarding the application of early warning requirements for borrowing securityholders, we also believe that securities “lent out” by a securityholder under a securities lending arrangement must be accounted for in determining if the lender has crossed the early warning reporting disclosure threshold.

We also note that, as described above, we are proposing to require persons who are subject to early warning reporting obligations to report not only increases but also decreases in ownership

⁹ In this regard, it should be noted that, although the *Income Tax Act* (Canada) (the ITA) includes certain deeming provisions (see Subsection 260(2) of the ITA) that deem a transfer of “qualified securities” pursuant to a “securities lending arrangement” not to be a disposition (or later reacquisition) of the “loaned securities” for the purposes of the ITA, there is currently no comparable deeming provision under securities legislation.

of 2% or more of the applicable securities.¹⁰ As a result of this proposed downward reporting requirement, we believe that the early warning reporting requirements would, absent an exemption, apply to lenders who dispose of 2% or more of the applicable securities under securities lending arrangements. Using the example from the previous section, the lender of the 10% of outstanding common shares would be required to file an early warning report in respect of the disposition of 10% of the common shares pursuant to the securities lending arrangement, unless an applicable exemption was available.

Exemption for Certain Securities Lending Arrangements

We are considering providing an exemption for lenders from the early warning reporting trigger for securities transferred or lent pursuant to “specified securities lending arrangements”. Specified securities lending arrangement would be arrangements that include an unrestricted ability to recall the securities before a meeting of securityholders.

We are not proposing at this time a corresponding exemption for persons that wish to borrow securities from securities lenders as we believe securities borrowing arrangements may give rise to empty voting situations and that early warning disclosure requirements should generally apply to such transactions.

Disclosure in Early Warning Report

Under the current early warning disclosure form, a person that is required to file an early warning report (or an alternative monthly report) is generally not required to disclose the general nature and material terms of “lending arrangements”.¹¹ In view of our concerns over the need for transparency of securities lending arrangements, we are proposing to remove the disclosure carve-out for lending arrangements in early warning reports. The Draft Amendments include requirements to disclose securities lending arrangements in effect at the time of a reportable transaction even if that transaction did not involve a securities lending arrangement.

Changes to Alternative Monthly Reporting in Regulation 62-103

The policy rationale underlying the relaxed timing requirements for reporting under the AMR regime in Regulation 62-103 is that the regime is available only to an EII with a passive intent concerning its ownership or control of securities of a reporting issuer. Currently, the AMR regime is unavailable for an EII who either

- makes, or intends to make, a take-over bid for securities of the reporting issuer, or
- proposes, or intends to propose, a reorganization, amalgamation, merger, arrangement or similar business combination with a reporting issuer if the EII would obtain a controlling interest in the reporting issuer.

An EII who solicits, or intends to solicit, proxies from the securityholders of a reporting issuer is eligible to use the AMR regime even though the intent of the EII may be to actively engage with the securityholders of the reporting issuer. We believe that allowing an EII access to the AMR regime in this circumstance is not consistent with the policy intent of the regime.

¹⁰ We note that EIIs reporting under the AMR system are currently subject to a reporting requirement for incremental decreases in ownership.

¹¹ See Item 1(g) of Appendix E and Item 1(g) of Appendix F to Regulation 62-103.

To address this concern, we propose making the AMR regime unavailable for EIIs who solicit, or intend to solicit, proxies from security holders of a reporting issuer on matters relating to the election of directors of the reporting issuer or a reorganization, amalgamation, merger, arrangement or similar corporate action involving the securities of the reporting issuer.

Summary of the Draft Amendments

The Draft Amendments are summarized as follows.

1. The early warning reporting threshold is decreased from 10% to 5%. The news release must be issued and filed promptly but no later than the opening of trading on the next business day.
2. In calculating whether the threshold has been reached, an investor must include equity derivative positions that are substantially equivalent in economic terms to conventional equity holdings, and securities lending arrangements.
3. Further disclosure is required if there is a 2% increase or decrease in ownership or if there is a change in a material fact contained in an earlier report.
4. A news release must be issued and filed and a report must be filed if the ownership percentage decreases to less than 5%. This proposed change provides valuable information to the market and also resolves reporting difficulties. For example, if ownership decreases from 6% to 4.5%, without the proposed change, disclosure of the decrease to 4.5% would not be required. If, at a later date, a person acquires a 1% ownership, it would not be clear how to disclose the acquisition because the previous report disclosed a 6% ownership but the person owns 5.5%. With the Draft Amendments, we require disclosure if ownership drops to 4.5% and further disclosure if the 5% threshold is subsequently crossed.
5. Presently, the early warning requirements are accelerated during a take-over bid by requiring disclosure of acquisitions by a party other than the offeror at the 5% level. Since the Draft Amendments impose a reporting threshold of 5% and disclosure no later than the opening of trading on the next business day, we do not think that we need to maintain the particular provisions for reporting during a take-over bid.

We are proposing, as a consequential amendment, the repeal of the definition of “acquisition announcement provisions” in Regulation 62-103.

6. We propose to replace current Appendix E to Regulation 62-103 with new disclosure requirements in the form of Form 62-103F1. We have added instructions on the type of disclosure we expect for each of the items required to be disclosed. We also propose that the report be certified and signed. Conforming amendments have been made to the disclosure required for an EII found in former Appendix F and Appendix G (now Form 62-103F2 and Form 62-103F3).
7. We exclude a person from the AMR system if the person solicits, or intends to solicit, proxies from the security holders of a reporting issuer on matters relating to the election of directors of the reporting issuer or to a reorganization, amalgamation, merger, arrangement or similar corporate action involving the securities of the reporting issuer.

Alternatives Considered

Except for maintaining the status quo, no alternatives to the Draft Amendments were considered.

Anticipated Costs and Benefits

The Draft Amendments, including the reduction of the early warning reporting threshold from 10% to 5% and enhanced scope of the disclosure obligations, will provide greater transparency about significant holdings of an issuer's securities. We anticipate that the dissemination of this information may lead to greater market efficiency. However, these changes will result in increased compliance costs and other costs, including potential dissemination of investment strategies.

The Draft Amendments include changes that will require the disclosure and aggregation of certain equity derivative positions and securities lending arrangements. The inclusion of these types of transactions in the early warning framework will reinforce the quality and integrity of the early warning reporting regime. While these changes will create increased compliance costs, we have endeavoured to minimize the impact by limiting, at this time, the types of derivatives that would be captured within the regime and providing an exemption for lenders from disclosure of certain securities lending arrangements.

We considered whether the Draft Amendments may make take-over bids more expensive since an offeror's ability to obtain a toe-hold without disclosure would be reduced to below 5%. However, we understand that generally offerors do not currently purchase more than 5% before a bid on the basis that such purchases may move the market and the identity of the offeror would become known.

Early warning disclosure at 5% can benefit potential offerors because of the possibility of identifying, for lock-up agreements, securityholders that hold 5% of the target securities. As well, the earlier disclosure benefits securityholders who would otherwise have sold at a lower price while the acquiror was purchasing securities. A further benefit to decreasing the reporting threshold to 5% is that it would give issuers more time to defend against a potential offeror or activist shareholder.

Request for Comments

We welcome your comments on the Draft Amendments. In addition to any general comments you may have, we also invite comments on the following specific questions.

1. Do you agree with our proposal to maintain the requirement for further reporting at 2% or should we require further reporting at 1%? Please explain why or why not.
2. A person cannot acquire further securities for a period beginning at the date of acquisition until one business day after the filing of the report. This trading moratorium is not applicable to acquisitions that result in the person acquiring beneficial ownership of, or control or direction over, 20% or more of the voting or equity securities on the basis that the take-over bid provisions are applicable at the 20% level.

The proposed decrease to the early warning reporting threshold would result in the moratorium applying at the 5% ownership threshold. We believe that the purpose of

the moratorium is still valid at the 5% level because the market should be alerted of the acquisition before the acquiror is permitted to make additional purchases.

- (a) Do you agree with our proposal to apply the moratorium provisions at the 5% level or do you believe that the moratorium should not be applicable between the 5% and 10% ownership levels? Please explain your views.
 - (b) The moratorium provisions apply to acquisitions of “equity equivalent derivatives”. Do you agree with this approach? Please explain why or why not.
 - (c) Do you think that a moratorium is effective? Is the exception at the 20% threshold justified? Please explain why or why not.
3. We currently recognize that accelerated reporting is necessary if securities are acquired during a take-over bid by requiring a news release at the 5% threshold to be filed before the opening of trading on the next business day.
- With the Draft Amendments to the early warning reporting threshold, we do not propose to further accelerate early warning reporting during a take-over bid.
- (a) Do you agree? Please explain why or why not.
 - (b) If you disagree, how should we accelerate reporting of transactions during a take-over bid? Should we decrease the threshold for reporting *changes* from 2% to 1%? Or do you think that requiring early warning reporting at the 3% level is a more appropriate manner to accelerate disclosure? Please explain your views.
4. The Draft Amendments would apply to all acquirors including EIIs.
- (a) Should the proposed early warning threshold of 5% apply to EIIs reporting under the AMR system provided in Part 4 of Regulation 62-103? Please explain why or why not.
 - (b) Please describe any significant burden for these investors or potential benefits for our capital markets if we require EIIs to report at the 5% level.
5. Mutual funds that are reporting issuers are not EIIs as defined in Regulation 62-103 and are therefore subject to the general early warning requirements in Regulation 62-104. Are there any significant benefits to our capital markets in requiring mutual funds to comply with early warning requirements at the proposed threshold of 5% or does the burden of reporting at 5% outweigh the potential benefits? Please explain why or why not.
6. As explained above, we propose to amend the calculation of the threshold for filing early warning reports so that an investor would need to include within the early warning calculation certain equity derivative positions that are substantially equivalent in economic terms to conventional equity holdings. These provisions would only capture derivatives that *substantially replicate* the economic consequences of ownership and would not capture partial-exposure instruments (e.g., options and collars that provide the investor with only limited exposure to the reference securities). Do you agree with this approach? If not, how should we deal with partial-exposure instruments?

7. We propose changes to NP 62-203 in relation to the definition of equity equivalent derivative to explain when we would consider a derivative to substantially replicate the economic consequences of ownership of the reference securities. Do you agree with the approach we propose?
8. Do you agree with the proposed disqualification from the AMR system for an EII who solicits or intends to solicit proxies from security holders on matters relating to the election of directors of the reporting issuer or to a reorganization or similar corporate action involving the securities of the reporting issuer? Are these the appropriate circumstances to disqualify an EII? Please explain, or if you disagree, please suggest alternative circumstances.
9. We propose to exempt from early warning requirements acquirors that are lenders in securities lending arrangements and that meet certain conditions. Do you agree with this proposal? Please explain why or why not.
10. Do you agree with the proposed definition of “specified securities lending arrangement”? If not, what changes would you suggest?
11. We are not proposing at this time an exemption for persons that borrow securities under securities lending arrangements as we believe securities borrowing may give rise to empty voting situations for which disclosure should be prescribed under our early warning disclosure regime. Do you agree with this view? If not, why not?
12. Do the proposed changes to the early warning framework adequately address transparency concerns over securities lending transactions? If not, what other amendments should be made to address these concerns?
13. Do you agree with our proposal to apply the Draft Amendments to all reporting issuers including venture issuers? Please explain why or why not. Do you think that only some and not all of the Draft Amendments should apply to venture issuers? If so, which ones and why?
14. Some parties to equity equivalent derivatives may have acquired such derivatives for reasons other than acquiring the referenced securities at a future date. For example, some parties to these derivatives may wish to maintain solely an economic equivalency to the securities without acquiring the referenced securities for tax purposes or other reasons. Would the proposed requirement lead to over-reporting of total return swaps and other equity equivalent derivatives? Or would the possible over-reporting be mitigated by the fact that it is likely that parties to equity equivalent derivatives would qualify under the AMR regime?
15. If the proposed new requirement does lead to an over-reporting of these derivatives, is this rectified by the requirement in the early warning report for acquirors to explain the purpose of their acquisition and thereby clarify that they do not intend to acquire the referenced securities upon termination of the swap?

How to provide your comments

Please provide your comments in writing by **June 12, 2013**. Regardless of whether you are sending your comments by email, you should also send or attach your submissions in an electronic file in Microsoft Word, Windows format.

Please address your submission to the CSA as follows:

British Columbia Securities Commission
 Alberta Securities Commission
 Financial and Consumer Affairs Authority of Saskatchewan
 Manitoba Securities Commission
 Ontario Securities Commission
 Autorité des marchés financiers
 New Brunswick Securities Commission
 Superintendent of Securities, Prince Edward Island
 Nova Scotia Securities Commission
 Securities Commission of Newfoundland and Labrador
 Superintendent of Securities, Yukon Territory
 Superintendent of Securities, Northwest Territories
 Superintendent of Securities, Nunavut

Deliver your comments **only** to the two addresses that follow. Your comments will be distributed to the other participating CSA.

Anne-Marie Beaudoin, Corporate Secretary
 Autorité des marchés financiers
 Tour de la Bourse
 800, square Victoria
 C.P. 246, 22^e étage
 Montréal, Québec H4Z 1G3
 Fax: (514) 864-6381
 E-mail: consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

The Secretary
 Ontario Securities Commission
 20 Queen Street West
 Suite 1900, Box 55
 Toronto, Ontario M5H 3S8
 Fax: (416) 593-8145
 E-mail: comments@osc.gov.on.ca

We cannot keep submissions confidential because securities legislation in certain provinces requires publication of a summary of the written comments received during the comment period.

Questions

Please refer your questions to any of:

Rosetta Gagliardi
Senior Policy Advisor
Autorité des marchés financiers
514-395-0337, ext. 4462
rosetta.gagliardi@lautorite.qc.ca

Gordon Smith
Senior Legal Counsel, Corporate Finance
British Columbia Securities Commission
604-899-6656
gsmith@bcsc.bc.ca

Leslie Rose
Senior Legal Counsel, Corporate Finance
British Columbia Securities Commission
604-899-6654
lrose@bcsc.bc.ca

Tracy Clark
Legal Counsel, Corporate Finance
Alberta Securities Commission
403-355-4424
Tracy.clark@asc.ca

Sonne Udemgba
Deputy Director, Legal, Securities Division
Financial and Consumer Affairs Authority of Saskatchewan
306-787-5879
Sonne.udemgba@gov.sk.ca

Chris Besko
Legal Counsel – Deputy Director
Manitoba Securities Commission
204-945-2561
Chris.besko@gov.mb.ca

Naizam Kanji
Deputy Director, Mergers and Acquisitions, Corporate Finance
Ontario Securities Commission
416-593-8060
nkanji@osc.gov.on.ca

Jason Koskela
Senior Legal Counsel, Mergers and Acquisitions, Corporate Finance
Ontario Securities Commission
416-595-8922
jkoskela@osc.gov.on.ca

Paul Hayward
Senior Legal Counsel, Compliance and Registrant Regulation
Ontario Securities Commission
416-593-3657
phayward@osc.gov.on.ca

REGULATION TO AMEND REGULATION 62-104 RESPECTING TAKE-OVER BIDS AND ISSUER BIDS

Securities Act
(chapter V-1.1, s. 331.1, par. (11), (21), (22) and (34))

1. Section 1.1 of Regulation 62-104 respecting Take-Over Bids and Issuer Bids is amended by replacing, in the French text of the definition of the expression “take-over bid”, the words “titres avec droit de vote” with the words “titres comportant droit de vote”.

2. Sections 5.1 to 5.5 of the Regulation are replaced with the following:

“5.1. Definitions and Interpretation

(1) In this Part,

“acquiror” means a person who acquires a security, other than by way of a take-over bid or an issuer bid made in compliance with Part 2;

“acquiror’s securities” means securities of an issuer beneficially owned, or over which control or direction is exercised, on the date of the acquisition or disposition, by an acquiror or any person acting jointly or in concert with the acquiror;

“derivative” has the meaning ascribed to that term in Regulation 55-104 respecting Insider Reporting Requirements and Exemptions (chapter V-1.1, r. 31);

“equity equivalent derivative” means a derivative which is referenced to or derived from a voting or equity security of an issuer and which provides the holder, directly or indirectly, with an economic interest that is substantially equivalent to the economic interest associated with beneficial ownership of the security;

“economic interest” has the meaning ascribed to that term in Regulation 55-104 respecting Insider Reporting Requirements and Exemptions;

“specified securities lending arrangement” means a securities lending arrangement if all of the following apply:

(a) the material terms of the securities lending arrangement are set out in a written agreement, a copy of which is retained by each party to the agreement;

(b) the securities lending arrangement requires the borrower to pay to the lender amounts equal to all dividends or interest payments, if any, paid on the security that would have been received by the borrower if the borrower had held the security throughout the period beginning at the date of the transfer or loan and ending at the time the security or an identical security is transferred or returned to the lender;

(c) the lender has established policies and procedures that require the lender to maintain a record of all securities that it has transferred or lent under securities lending arrangements;

(d) the written agreement provides for either or both of the following:

(i) the lender has an unrestricted right to recall all securities or identical securities that it has transferred or lent under the securities lending arrangement prior to the record date for any meeting of securityholders at which the securities may be voted;

(ii) the lender requires the borrower to vote the securities transferred or lent in accordance with the lender's instructions;

“securities lending arrangement” means an arrangement with respect to which both of the following apply:

(a) a person, the lender, transfers or lends at any particular time a security to another person, the borrower;

(b) it may reasonably be expected that the borrower will at a later date transfer or return the security or an identical security to the lender.

(2) For the purposes of this Part, subsections 1.8(1), (2) and (4) and section 1.9 apply as if the references to “offeror” in those provisions were references to “acquiror”.

(3) For the purposes of this Part, if an acquiror and one or more persons acting jointly and in concert with the acquiror acquire securities, the securities are deemed to be acquired by the acquiror.

(4) For purposes of section 5.2, in determining control or direction over securities by an acquiror or any person acting jointly or in concert with the acquiror, at any given date, the acquiror or the person is deemed to have acquired, and to have, control or direction over a security, including an unissued security, if the acquiror or the person has acquired beneficial ownership of, or has control or direction over, an equity equivalent derivative of that security.

“5.2. Early warning

(1) An acquiror who acquires beneficial ownership of, or control or direction over, a voting or equity security of any class of a reporting issuer or beneficial ownership of, or control or direction over, securities convertible into voting or equity securities of any class of a reporting issuer that, together with the acquiror's securities of that class, constitute 5% or more of the outstanding securities of that class, must

(a) promptly, but no later than the opening of trading on the business day following the acquisition, issue and file a news release containing the information required by section 3.1 of Regulation 62-103 respecting the Early Warning System and Related Take-Over Bid and Insider Reporting Issues (chapter V-1.1, r. 34); and

(b) promptly, but no later than 2 business days from the date of the acquisition, file a report containing the information required by section 3.1 of Regulation 62-103 respecting the Early Warning System and Related Take-Over Bid and Insider Reporting Issues.

(2) An acquiror who is required to make disclosure under subsection (1) must make further disclosure in accordance with subsection (1) each time any of the following events occur:

(a) the acquiror or any person acting jointly or in concert with the acquiror, acquires or disposes of beneficial ownership of, or control or direction over either of the following:

(i) securities in an amount equal to 2% or more of the outstanding securities of the class of securities that was the subject of the most recent report required to be filed by the acquiror under this section;

(ii) securities convertible into 2% or more of the outstanding securities referred to in subparagraph (i);

(b) there is a change in a material fact contained in the report required under subsection (1) or paragraph (a) of this subsection.

(3) An acquiror must issue a news release and file a report in accordance with subsection (1) if beneficial ownership of, or control or direction over, the outstanding securities of the class of securities that was the subject of the most recent report required to be filed by the acquiror under this section falls below 5%.

“5.3. Moratorium provisions

(1) During the period beginning on the occurrence of an event in respect of which a report is required to be filed under section 5.2 and ending at the end of the first business day following the date that the report is filed, the acquiror or any person acting jointly or in concert with the acquiror must not acquire or offer to acquire beneficial ownership of any securities of the class in respect of which the report is required to be filed or any securities convertible into securities of that class.

(2) Subsection (1) does not apply to an acquiror that has beneficial ownership of, or control or direction over, securities that, together with the acquiror's securities of that class, constitute 20% or more of the outstanding securities of that class.

“5.4. Copies of news release and report

An acquiror that files a news release or report under section 5.2 must promptly send a copy of each filing to the reporting issuer.

“5.5. Exemption

Sections 5.2 and 5.3 do not apply to a lender in respect of securities transferred or lent pursuant to a specified securities lending arrangement.”.

3. This Regulation comes into force on *(indicate here the date of coming into force of this Regulation)*.

REGULATION TO AMEND REGULATION 62-103 RESPECTING THE EARLY WARNING SYSTEM AND RELATED TAKE-OVER BID AND INSIDER REPORTING ISSUES

Securities Act

(chapter V-1.1, s. 331.1, par. (1), (3), (8), (11), (21), (22) and (34))

1. Section 1.1 of Regulation 62-103 respecting the Early Warning System and Related Take-Over Bid and Insider Reporting Issues is amended:

(1) by replacing the definition of the expression “acquisition announcement provisions” with the following:

“acquiror” has the meaning ascribed to that term in Part 5 of Regulation 62-104 respecting Take-over Bids and Issuer Bids (chapter V-1.1, r. 35) and, in Ontario, subsection 102 (1) of the Securities Act (R.S.O., c.5.5);

“acquiror’s securities” has the meaning ascribed to that term in Part 5 of Regulation 62-104 respecting Take-over Bids and Issuer Bids and, in Ontario, subsection 102(1) of the Securities Act (Ontario);”;

(2) by replacing, in the definition of the expression “applicable definitions”, the word “offeror’s” with the word “acquiror’s”;

(3) by deleting, in the definition of the expression “applicable provisions”, paragraph (e);

(4) by replacing the definition of the expression “early warning requirements” with the following:

“early warning requirements” means the requirements set out in section 5.2 of Regulation 62-104 respecting Take-Over Bids and Issuer Bids and, in Ontario, subsections 102.1(1) and 101.1(2) of the Securities Act;

“economic exposure” has the meaning ascribed to that term in Regulation 55-104 respecting Insider Reporting Requirements and Exemptions (chapter V-1.1, r. 31);”;

(5) by inserting, after the definition of the expression “entity”, the following:

“equity equivalent derivative” has the meaning ascribed to that term in Part 5 of Regulation 62-104 respecting Take-Over Bids and Issuer Bids and, in Ontario, section ● of the Securities Act;”;

(6) by replacing the definition of the expression “moratorium provisions” with the following:

“moratorium provisions” means the provisions set out in subsection 5.3(1) of Regulation 62-104 respecting Take-Over Bids and Issuer Bids and, in Ontario, subsection 102.1(3) of the Securities Act;”;

(7) by deleting the definitions of the expressions “offeror” and “offeror’s securities”;

(8) by inserting, after the definition of the expression “related financial instrument”, the following:

““securities lending arrangement” has the meaning ascribed to that term in Part 5 of Regulation 62-104 respecting Take-Over Bids and Issuer Bids and, in Ontario, Part 1 of OSC Rule 62-504 Take-Over Bids and Issuer Bids;”;

(9) by inserting, after the definition of the expression “significant change in a related financial instrument position”, the following:

““specified securities lending arrangement” has the meaning ascribed to that term in Part 5 of Regulation 62-104 respecting Take-Over Bids and Issuer Bids and, in Ontario, Part 1 of OSC Rule 62-504 Take-Over Bids and Issuer Bids;”.

2. Section 2.3 of the Regulation is repealed.

3. Section 3.1 of the Regulation is replaced with the following:

“3.1. Contents of News Release and Report

(1) A news release and report required under the early warning requirements shall contain the information required by Form 62-103F1.

(2) Despite subsection (1), the news release required under the early warning requirements may omit the information required by section 2.3, Item 6 and Item 9 of Form 62-103F1 if the news release indicates the name and telephone number of an individual to contact to obtain a copy of the report.”.

4. Section 3.2 of the Regulation is amended:

(1) by replacing, in the part preceding subparagraph (a), the words “and the acquisition announcement provisions do not apply to a joint actor of an offeror” with the words “do not apply to a joint actor of an acquiror”;

(2) by replacing, in subparagraph (a), the word “offeror” with the word “acquiror”.

5. Section 4.2 of the Regulation is amended by adding, after paragraph (b), the following:

“(c) solicits or intends to solicit proxies from security holders of a reporting issuer on matters relating to the election of directors of the reporting issuer or to a reorganization, amalgamation, merger, arrangement or similar corporate action involving the securities of the reporting issuer.”.

6. Section 4.3 of the Regulation is amended:

(1) by replacing, in paragraph (2), “Appendix F” with “Form 62-103F2”;

(2) by replacing, in subparagraph (b) of paragraph (4), “10%” with “5%”.

7. Sections 4.4 and 4.5 of the Regulation are amended by replacing, wherever it occurs, “10%” with “5%”.

8. Section 4.7 of the Regulation is amended:

(1) by replacing, in paragraph (1), “Appendix G” with “Form 62-103F3”;

(2) by replacing, in the French text of subparagraph (b) of paragraph (2), the words “titres de participation” with the words “titres de capitaux propres”.

9. Section 5.1 of the Regulation is amended:

(1) by replacing, in the French text of paragraph (a), the word “disposition” with the word “cession”;

(2) by replacing, in paragraph (b), the word “offeror” with the word “acquiror”;

(3) by replacing, in the French text of paragraph (c), the word “disposition” with the word “cession”.

10. The title of Part 8 and section 8.1 of the Regulation are replaced, in the French text, with the following:

“PARTIE 8 LA DISPENSE EN FAVEUR DU CRÉANCIER GARANTI

8.1. La dispense en faveur du créancier garanti

1) Dans le cas de titres qui sont contrôlés par une personne en sa qualité de créancier garanti et des titres qui peuvent être acquis par conversion, exercice ou échange de ces titres, qui sont affectés en garantie d’une dette en vertu d’un contrat écrit et dans le cours ordinaire des activités de l’entité, la personne est dispensée des dispositions applicables et n’a pas à prendre en compte ces titres pour les besoins des définitions applicables.

2) Le paragraphe 1 cesse de s’appliquer au moment où la personne devient légalement autorisée à disposer des titres en qualité de créancier garanti en vue d’affecter le produit de la réalisation de la garantie au remboursement de la dette garantie.”.

11. Section 8.2 of the Regulation is replaced with the following:

“8.2. Further Relief for *de minimis* Pledges

Despite subsection 8.1(2), for securities that are controlled by a person as a pledgee, and any securities into which those securities are convertible, exercisable or exchangeable, in either case that are or were pledged, mortgaged or otherwise encumbered as collateral for a debt, under a written pledge agreement and in the ordinary course of the business of the person, the person is exempt from the applicable provisions, and those securities are not required to be taken into account for the purposes of securities legislation related to the applicable definitions, even if the person is legally entitled to dispose of the securities as pledgee for the purpose of applying proceeds of realization in repayment of the secured debt, if

(a) the principal amount of the debt, together with the principal amount of all other debts of or guaranteed by the same borrower to the person, does not exceed \$2,000,000; and

(b) the pledged securities, and securities into which the pledged securities are convertible, exercisable or exchangeable, constitute less than 5% of a class of voting or equity securities.”.

12. Section 8.3 of the Regulation is amended, in the French text, by replacing the word “nanti” with the word “garanti”.

13. Section 9.1 of the Regulation is amended:

(1) in paragraph (1):

(a) by deleting “(3),”;

(b) by replacing, in the French text of subparagraph (a), the words “titres de participation” with the words “titres de capitaux propres”;

(2) by deleting paragraph (3).

14. The Regulation is amended by replacing Appendices E, F and G with the following:

**“FORM 62-103F1
REQUIRED DISCLOSURE UNDER THE EARLY WARNING
REQUIREMENTS**

State if the report is filed to amend information disclosed in an earlier report. Indicate the date of the report that is being amended.

Item 1 Security and Issuer

1.1. State the title of the class of securities to which this report relates and the name and address of the principal office of the issuer of the securities.

1.2. State the name of the market in which the transaction or occurrence that triggered the requirement to file this report took place.

Item 2 Identity of the Acquiror

2.1. State the name and address of the acquiror.

2.2. State the date of the transaction or occurrence that triggered the requirement to file this report and briefly describe the transaction or occurrence.

2.3. State the names of any joint actors.

INSTRUCTION:

If the acquiror is an individual, provide the name, address and present principal occupation or employment of the individual and the name, principal business and address of any person that employs the individual.

If the acquiror is a corporation, general partnership, limited partnership, syndicate or other group of persons, provide its name, the address of its principal office, its jurisdiction of incorporation or organization, and its principal business.

Item 3 Interest in Securities of the Issuer

3.1. State the designation and number or principal amount of securities acquired or disposed that triggered the requirement to file the report and the change in the acquiror's securityholding percentage in the class of securities.

3.2. State whether it was ownership or control that was acquired, including control that is deemed to exist under the law.

3.3. If the transaction involved an equity equivalent derivative, state the actual or notional number or principal amount of the underlying securities.

3.4. If the transaction involved a securities lending arrangement, disclose that fact.

3.5. State the designation and number or principal amount of securities and the acquiror's securityholding percentage in the class of securities immediately before and after the transaction or occurrence that triggered the requirement to file this report.

3.6. State the designation and number or principal amount of securities and the percentage of outstanding securities of the class of securities over which

- (a) the acquiror, either alone or together with any joint actors, has ownership and control;
- (b) the acquiror, either alone or together with any joint actors, has ownership but control is held by persons other than the acquiror or any joint actor;
- (c) the acquiror, either alone or together with any joint actors, has exclusive or shared control but does not have ownership; and
- (d) the acquiror, either alone or together with joint actors, is deemed to have control.

3.7. If the acquiror or any of its joint actors has an interest in, or right or obligation associated with, a related financial instrument involving a security of the class of securities in respect of which disclosure is required under this item, including a related financial instrument that is an equity equivalent derivative, provide all of the following disclosure:

- (a) describe the material terms of the agreement, arrangement or understanding that involves an equity equivalent derivative;
- (b) disclose any other related financial instrument and its impact on the acquiror's securityholdings.

3.8. Disclose the existence and the material terms of any securities lending arrangement including the duration of the arrangement and details of the recall provisions.

3.9. If the acquiror has transferred or lent securities pursuant to a specified securities lending arrangement, and that arrangement is still in effect, disclose the existence and the material terms of the arrangement including the duration of the arrangement and the details of the recall provisions.

3.10. Disclose any transaction that had the effect of altering, directly or indirectly, the acquiror's economic exposure to the issuer.

INSTRUCTIONS

(i) *If the acquiror or any of its joint actors has acquired ownership of, or control or direction over, an equity equivalent derivative, the acquiror or joint actor is deemed to control or direct the related security of the issuer pursuant to subsection 5.1(4) of Regulation 62-104 respecting Take-Over Bids and Issuer Bids (chapter V-1.1, r. 35) and section 5 of the Ontario Securities Act (R.S.O., c. 5.5). Therefore, the acquiror and joint actor must disclose "as a distinct item" information in this report (including the number of securities and the securityholding percentage in the securities of the issuer as prescribed by this Item) as if the acquiror or joint actor directly owned or controlled the securities of the issuer to which the equity equivalent derivative relates.*

(ii) *"Related financial instrument" has the meaning ascribed to that term in Regulation 55-104 respecting Insider Reporting Requirements and Exemptions (chapter V-1.1, r. 31). It is intended to capture disclosure of transactions or agreements where the economic interest related to a security beneficially owned or controlled has been altered.*

(iii) *For the purposes of Items 3.7(a), 3.8 and 3.9, a material term of an agreement, arrangement or understanding that involves an equity equivalent derivative, or a securities lending arrangement, would generally not include the identity of the counterparty.*

Item 4 Consideration Paid

4.1. State the value, in Canadian dollars, of any consideration paid or received per security and in total. Indicate whether the consideration paid or received represents a premium to the market price and, if applicable, the percentage.

4.2. In the case of a transaction or occurrence that did not take place on a stock exchange or other market that represents a published market for the securities, including an issuance from treasury, disclose the nature and value, in Canadian dollars, of the consideration paid or received by the acquiror.

4.3. If the securities were acquired or disposed of other than by purchase or sale, describe the method of acquisition or disposition.

Item 5 Purpose of the Transaction

State the purpose or purposes of the acquiror and any joint actors for the acquisition or disposition of securities of the reporting issuer. Describe any plans or future intentions which the acquiror and any joint actors may have which relate to or would result in any of the following:

(a) the acquisition by any person of additional securities of the reporting issuer, or the disposition of securities of the reporting issuer;

(b) an extraordinary corporate transaction, such as a merger, reorganization or liquidation, involving the reporting issuer or any of its subsidiaries;

(c) a sale or transfer of a material amount of assets of the reporting issuer or any of its subsidiaries;

(d) any change in the present board of directors or management of the reporting issuer, including any plans or intentions to change the number or term of directors or to fill any existing vacancies on the board;

(e) any material change in the present capitalization or dividend policy of the reporting issuer;

(f) any other material change in the reporting issuer's business or corporate structure;

(g) changes in the reporting issuer's charter, bylaws or similar instruments or other actions which may impede the acquisition of control of the reporting issuer by any person;

(h) a class of securities of the reporting issuer to be delisted from or to cease to be authorized to be quoted on a marketplace;

(i) the issuer to cease to be a reporting issuer in any jurisdiction;

(j) any intention to solicit proxies from securityholders;

(k) any action similar to any of those enumerated above.

Item 6 Contracts, Agreements, Commitments or Understandings With Respect to Securities of the Issuer

Describe any contracts, agreements, commitments or understandings between the acquiror and a joint actor and among such persons and any person with respect to any securities of the issuer, including but not limited to transfer or voting of any of the securities,

finder's fees, joint ventures, loan or option arrangements, guarantees of profits, division of profits or loss, or the giving or withholding of proxies, naming the persons with whom such contracts, agreements, commitments or understandings have been entered into. Include information for any of the securities that are pledged or otherwise subject to a contingency the occurrence of which would give another person voting power or investment power over such securities, except that disclosure of standard default and similar provisions contained in loan agreements need not be included.

INSTRUCTION

Contracts, agreements, commitments or understandings that are described under Item 3 do not have to be disclosed under this item.

Item 7 Change in material fact

If applicable, describe the change in a material fact set out in a previous report filed by the acquiror in respect of the reporting issuer's securities.

Item 8 Exemption

If the acquiror relies on an exemption from requirements in securities legislation applicable to formal bids for the transaction, state the exemption being relied on and describe the facts supporting that reliance.

Item 9 Certification

The acquiror must certify that the information is true and complete in every respect. In the case of an agent, the certification is based on the agent's best knowledge, information and belief but the acquiror is still responsible for ensuring that the information filed by the agent is true and complete.

This report must be signed by each person on whose behalf the report is filed or his authorized representative.

It is an offence to submit information that, in a material respect and at the time and in the light of the circumstances in which it is submitted, is misleading or untrue.

Certificate

The certificate must state the following:

"I, as the acquiror, certify, or I, as the agent filing the report on behalf of an acquiror, certify to the best of my knowledge, information and belief, that the statements made in this report are true and complete in every respect.

.....
Date

.....
Signature

.....
Name/Title".

**“FORM 62-103F2
REQUIRED DISCLOSURE BY AN ELIGIBLE INSTITUTIONAL INVESTOR
UNDER SECTION 4.3**

Item 1 Security and Issuer

1.1. State the title of the class of securities to which this report relates and the name and address of the principal office of the issuer of such securities.

1.2. State the name of the market in which the transaction or occurrence that that triggered the requirement to file this report took place.

Item 2 Identity of the Eligible Institutional Investor

2.1. State the name and address of the eligible institutional investor.

2.2. State the date of the transaction or occurrence that triggered the requirement to file this report and briefly describe the transaction or occurrence.

2.3. State that the eligible institutional investor is ceasing to file reports under Part 4 for the reporting issuer.

2.4. Disclose the reasons for doing so.

2.5. State the names of any joint actors.

Item 3 Interest in Securities of the Issuer

3.1. State the designation and number or principal amount of securities and the eligible institutional investor's securityholding percentage in the class of securities immediately before and after the transaction or occurrence that triggered the requirement to file this report.

3.2. State whether it was ownership or control that was acquired, including control that is deemed to exist under the law.

3.3. If the transaction involved an equity equivalent derivative, state the actual or notional number or principal amount of the underlying securities.

3.4. If the transaction involved a securities lending arrangement, disclose that fact.

3.5. State the designation and number or principal amount of securities and the percentage of outstanding securities of the class of securities over which

(a) the eligible institutional investor, either alone or together with any joint actors, has ownership and control;

(b) the eligible institutional investor, either alone or together with any joint actors, has ownership but control is held by persons other than the eligible institutional investor or any joint actor;

(c) the eligible institutional investor, either alone or together with any joint actors, has exclusive or shared control but does not have ownership; and

(d) the eligible institutional investor, either alone or together with joint actors, is deemed to have control.

3.6. If the eligible institutional investor or any of its joint actors has an interest in, or right or obligation associated with, a related financial instrument involving a security of the

class of securities in respect of which disclosure is required under this item, including a related financial instrument that is an equity equivalent derivative, provide all of the following disclosure:

(a) describe the material terms of the agreement, arrangement or understanding that involves an equity equivalent derivative;

(b) disclose any other related financial instrument and its impact on the eligible institutional investor's securityholdings.

3.7. Disclose the existence and the material terms of the securities lending arrangement including the term of the arrangement and the recall provisions.

3.8. If the eligible institutional investor has transferred or lent securities pursuant to a specified securities lending arrangement still in effect, disclose the existence and the material terms of the arrangement including the term of the arrangement and the recall provisions.

3.9. Disclose any transaction that has the effect of altering, directly or indirectly, the eligible institutional investor's economic exposure to the issuer.

INSTRUCTIONS

(i) *If the eligible institutional investor or any of its joint actors has acquired ownership of, or control or direction over, an equity equivalent derivative, the eligible institutional investor or joint actor is deemed to control or direct the related security of the issuer pursuant to subsection 5.1(4) of Regulation 62-104 respecting Take-Over Bids and Issuer Bids (chapter V-1.1, r. 35) and section 5 of the Ontario Securities Act (R.S.O., c. 5.5). Therefore, the eligible institutional investor and joint actor must disclose "as a distinct item" information in this report (including the number of securities and the securityholding percentage in the securities of the issuer as prescribed by this Item) as if the eligible institutional investor or joint actor directly owned or controlled the securities of the issuer to which the equity equivalent derivative relates.*

(ii) *"Related financial instrument" has the meaning ascribed to that term in Regulation 55-104 respecting Insider Reporting Requirements and Exemptions (chapter V-1.1, r. 31). It is intended to capture disclosure of transactions or agreements where the economic interest related to a security beneficially owned or controlled has been altered.*

(iii) *For the purposes of Items 3.6(a), 3.7 and 3.8, a material term of an agreement, arrangement or understanding that involves an equity equivalent derivative, or a securities lending arrangement, would generally not include the identity of the counterparty.*

Item 4 Consideration Paid

4.1. State the value, in Canadian dollars, of any consideration paid or received per security and in total. Indicate whether the consideration paid or received represents a premium to the market price and, if applicable, the percentage.

4.2. In the case of a transaction or occurrence that did not take place on a stock exchange or other market that represents a published market for the securities, including an issuance from treasury, disclose the nature and value, in Canadian dollars, of the consideration paid or received by the eligible institutional investor.

4.3. If the securities were acquired or disposed of other than by purchase or sale, describe the method of acquisition or disposition.

Item 5 Purpose of the Transaction

State the purpose or purposes of the eligible institutional investor and any joint actors for the acquisition or disposition of securities of the reporting issuer. Describe any plans or future intentions which the eligible institutional investor and any joint actors may have which relate to or would result in any of the following:

- (a) the acquisition by any person of additional securities of the reporting issuer, or the disposition of securities of the reporting issuer;
- (b) an extraordinary corporate transaction, such as a merger, reorganization or liquidation, involving the reporting issuer or any of its subsidiaries;
- (c) a sale or transfer of a material amount of assets of the reporting issuer or any of its subsidiaries;
- (d) any change in the present board of directors or management of the reporting issuer, including any plans or intentions to change the number or term of directors or to fill any existing vacancies on the board;
- (e) any material change in the present capitalization or dividend policy of the reporting issuer;
- (f) any other material change in the reporting issuer's business or corporate structure;
- (g) changes in the reporting issuer's charter, bylaws or similar instruments or other actions which may impede the acquisition of control of the reporting issuer by any person;
- (h) a class of securities of the reporting issuer to be delisted from or to cease to be authorized to be quoted on a marketplace;
- (i) the issuer to cease to be a reporting issuer in any jurisdiction;
- (j) any intention to solicit proxies from securityholders;
- (k) any action similar to any of those enumerated above.

Item 6 Contracts, Agreements, Commitments or Understandings With Respect to Securities of the Issue

Describe any contracts, agreements, commitments or understandings between the eligible institutional investor and a joint actor and among such persons and any person with respect to any securities of the issuer, including but not limited to transfer or voting of any of the securities, finder's fees, joint ventures, loan or option arrangements, guarantees of profits, division of profits or loss, or the giving or withholding of proxies, naming the persons with whom such contracts, agreements, commitments or understandings have been entered into. Include such information for any of the securities that are pledged or otherwise subject to a contingency the occurrence of which would give another person voting power or investment power over such securities, except that disclosure of standard default and similar provisions contained in loan agreements need not be included.

INSTRUCTION

Contracts, agreements, commitments or understandings that are described under Item 3 do not have to be disclosed under this item.

Item 7 Change in material fact

If applicable, describe the change in a material fact set out in a previous report filed by the eligible institutional investor in respect of the reporting issuer's securities.

Item 8 Exemption

If the eligible institutional investor relies on an exemption from the requirement in securities legislation applicable to formal bids for the transaction, state the exemption being relied on and describe the facts supporting that reliance.

Item 9 Certification

The eligible institutional investor must certify that the information is true and complete in every respect. In the case of an agent, the certification is based on the agent's best knowledge, information and belief but the eligible institutional investor is still responsible for ensuring that the information filed by the agent is true and complete.

This report must be signed by each person on whose behalf the report is filed or his authorized representative.

It is an offence to submit information that, in a material respect and at the time and in the light of the circumstances in which it is submitted, is misleading or untrue.

Certificate

The certificate must state the following:

"I, as the eligible institutional investor, certify, or I, as the agent filing the report on behalf of the eligible institutional investor, certify to the best of my knowledge, information and belief, that the statements made in this report are true and complete in every respect.

.....
Date

.....
Signature

.....
Name/Title".

**"FORM 62-103F3
REQUIRED DISCLOSURE BY AN ELIGIBLE INSTITUTIONAL INVESTOR
UNDER PART 4**

State if the report is filed to amend information disclosed in an earlier report. Indicate the date of the report that is being amended.

Item 1 Security and Issuer

1.1. State the title of the class of securities to which this report relates and the name and address of the principal office of the issuer of such securities.

1.2. State the name of the market in which the transaction or occurrence that triggered the requirement to file this report took place.

Item 2 Identity of the Eligible Institutional Investor

- 2.1.** State the name and address of the eligible institutional investor.
- 2.2.** State the date of the transaction or occurrence that triggered the requirement to file this report and briefly describe the transaction or occurrence.
- 2.3.** State the name of any joint actors.
- 2.4.** State that the eligible institutional investor is eligible to file reports under Part 4 in respect of the reporting issuer.

Item 3 Interest in Securities of the Issuer

- 3.1.** State the designation and the net increase or decrease in the number or principal amount of securities, and in the eligible institutional investor's securityholding percentage in the class of securities, since the last report filed by the eligible institutional investor under Part 4 or the early warning requirements.
- 3.2.** State the designation and number or principal amount of securities and the eligible institutional investor's securityholding percentage in the class of securities at the end of the month for which the report is made.
- 3.3.** If a transaction involved an equity equivalent derivative, state the actual or notional number or principal amount of underlying securities.
- 3.4.** If a transaction involved a securities lending arrangement, disclose that fact.
- 3.5.** State the designation and number or principal amount of securities and the percentage of outstanding securities of the class of securities over which
- (a) the eligible institutional investor, either alone or together with any joint actors, has ownership and control;
 - (b) the eligible institutional investor, either alone or together with any joint actors, has ownership but control is held by persons other than the eligible institutional investor or any joint actor;
 - (c) the eligible institutional investor, either alone or together with any joint actors, has exclusive or shared control but does not have ownership; and
 - (d) the eligible institutional investor, either alone or together with joint actors, is deemed to have control.
- 3.6.** If the eligible institutional investor or any of its joint actors has an interest in, or right or obligation associated with, a related financial instrument involving a security of the class of securities in respect of which disclosure is required under this item, including a related financial instrument that is an equity equivalent derivative, provide all of the following disclosure:
- (a) describe the material terms of the agreement, arrangement or understanding that involves an equity equivalent derivative;
 - (b) disclose any other related financial instrument and its impact on the eligible institutional investor's securityholdings.
- 3.7.** Disclose the existence and the material terms of the securities lending arrangement including the term of the arrangement and the recall provisions.

3.8. If the eligible institutional investor has transferred or lent securities pursuant to a specified securities lending arrangement still in effect, disclose the existence and the material terms of the arrangement including the term of the arrangement and the recall provisions.

3.9. Disclose any transaction that has the effect of altering, directly or indirectly, the eligible institutional investor's economic exposure to the issuer.

INSTRUCTIONS

(i) *If the eligible institutional investor or any of its joint actors has acquired ownership of, or control or direction over, an equity equivalent derivative, the eligible institutional investor or joint actor is deemed to control or direct the related security of the issuer pursuant to subsection 5.1(4) of Regulation 62-104 respecting Take-Over Bids and Issuer Bids (chapter V-1.1, r. 35) and section 10 of the Ontario Securities Act (R.S.O., c. 5.5). Therefore, the eligible institutional investor and joint actor must disclose "as a distinct item" information in this report (including the number of securities and the securityholding percentage in the securities of the issuer as prescribed by this Item) as if the eligible institutional investor or joint actor directly owned or controlled the securities of the issuer to which the equity equivalent derivative relates.*

(ii) *"Related financial instrument" has the meaning ascribed to that term in Regulation 55-104 respecting Insider Reporting Requirements and Exemptions (chapter V-1.1, r. 31). It is intended to capture disclosure of transactions or agreements where the economic interest related to a security beneficially owned or controlled has been altered.*

(iii) *An eligible institutional investor may omit the securityholding percentage from a report if the change in percentage is less than 1% of the class.*

(iv) *For the purposes of Item 3.6(a), 3.7 and 3.8, a material term of an agreement, arrangement or understanding that involves an equity equivalent derivative, or a securities lending arrangement, would generally not include the identity of the counterparty.*

Item 4 Purpose of the Transaction

State the purpose or purposes of the eligible institutional investor and any joint actors for the acquisition or disposition of securities of the reporting issuer. Describe any plans or future intentions which the eligible institutional investor and any joint actors may have which relate to or would result in any of the following:

(a) the acquisition by any person of additional securities of the reporting issuer, or the disposition of securities of the issuer;

(b) a sale or transfer of a material amount of assets of the reporting issuer or any of its subsidiaries;

(c) any change in the present board of directors or management of the reporting issuer, including any plans or intentions to change the number or term of directors or to fill any existing vacancies on the board;

(d) any material change in the present capitalization or dividend policy of the reporting issuer;

(e) any other material change in the reporting issuer's business or corporate structure;

(f) changes in the reporting issuer's charter, bylaws or similar instruments or other actions which may impede the acquisition of control of the issuer by any person;

- (g) a class of securities of the reporting issuer to be delisted from or to cease to be authorized to be quoted on a marketplace;
- (h) the issuer to cease to be a reporting issuer in any jurisdiction;
- (i) any action similar to any of those enumerated above.

Item 5 Contracts, Agreements, Commitments or Understandings With Respect to Securities of the Issue

Describe any contracts, agreements, commitments or understandings between the eligible institutional investor and a joint actor and among such persons and any person with respect to any securities of the issuer, including but not limited to transfer or voting of any of the securities, finder's fees, joint ventures, loan or option arrangements, puts or calls, guarantees of profits, division of profits or loss, or the giving or withholding of proxies, naming the persons with whom such contracts, agreements, commitments or understandings have been entered into. Include such information for any of the securities that are pledged or otherwise subject to a contingency the occurrence of which would give another person voting power or investment power over such securities except that disclosure of standard default and similar provisions contained in loan agreements need not be included.

INSTRUCTION

Contracts, agreements, commitments or understandings that are described under Item 3 do not have to be disclosed under this item.

Item 6 Change in Material Fact

If applicable, describe the change in a material fact set out in a previous report by the eligible institutional investor under the early warning requirements or Part 4 in respect of the reporting issuer's securities.

Item 7 Certification

The eligible institutional investor must certify that the information is true and complete in every respect. In the case of an agent, the certification is based on the agent's best knowledge, information and belief but the eligible institutional investor is still responsible for ensuring that the information filed by the agent is true and complete.

This report must be signed by each person on whose behalf the report is filed or his authorized representative.

It is an offence to submit information that, in a material respect and at the time and in the light of the circumstances in which it is submitted, is misleading or untrue.

Certificate

The certificate must state the following:

"I, as the eligible institutional investor, certify, or I, as the agent filing the report on behalf of the eligible institutional investor, certify to the best of my knowledge, information and belief, that the statements made in this report are true and complete in every respect.

.....
Date

.....
Signature

.....
Name/Title”.

15. This Regulation comes into force on (*indicate here the date of coming into force of this Regulation*).

AMENDMENTS TO POLICY STATEMENT 62-203 RESPECTING TAKE-OVER BIDS AND ISSUER BIDS

1. *Policy Statement 62-203 respecting Take-Over Bids and Issuer Bids* is amended by adding, after Part 2, the following:

“PART 3 REPORTS AND ANNOUNCEMENT OF ACQUISITIONS

“3.1. Equity equivalent derivative

The definition of “equity equivalent derivative” is intended to refer to an equity total return swap or substantially similar derivative which is referenced to or derived from a voting or equity security of an issuer, with an economic interest that is substantially equivalent to the economic interest associated with beneficial ownership of the security. Where an investor acquires an equity equivalent derivative, the investor would be required to include the securities referenced by the derivative when determining whether the investor has a disclosure obligation.

We would generally consider a derivative to substantially replicate the economic consequences of ownership of a specified number of reference securities if a dealer or other market participant that took a short position on the derivative could substantially hedge its obligations under the derivative by holding 90% or more of the specified number of reference securities.

An equity equivalent derivative would generally include only a cash-settled equity total return swap or substantially similar derivative. However, an equity equivalent derivative would not include partial-exposure derivatives. Partial-exposure derivatives include cash-settled call options which only have upside exposure.

We remind market participants that the securities regulatory authorities retain public interest jurisdiction to respond to activities involving partial-exposure instruments that may be considered abusive.

“3.2. Securities lending arrangements

Securities lending describes the market practice whereby securities are temporarily transferred from one party (the lender) to another party (the borrower) in return for a fee. As part of the lending agreement, the borrower is obliged to redeliver to the lender securities that are identical to the securities transferred or lent, either on demand or at the end of the loan term.

Securities lending arrangements transfer title of securities from the lender to the borrower for the duration of the loan. During this period, the borrower has full ownership rights and may re-sell the securities as well as vote them. Securities lending agreements between the lender and the borrower generally provide for payment to the lender of any economic benefits (for example, dividends) accruing to the securities while “on loan”. Therefore, securities lending separates the economic interest in the securities which remains with the lender from the ownership and voting rights which are transferred to the borrower. If the lender wants to vote the loaned securities, it may have the right to recall equivalent securities from the borrower but will not be entitled to vote such securities unless and until they are recalled.

Accordingly, in securities lending arrangements, the lender disposes of its securities and the borrower acquires the securities for the duration of the loan. Consequently, the lender and the borrower should consider securities sold (lent) and acquired (borrowed) under securities lending arrangements in determining whether an early warning reporting obligation has been triggered.

Section 5.5 of the Regulation and section 7.3 of the Ontario Rule exempt the lender of securities under a securities lending arrangement from the early warning requirements if the securities are transferred or lent in a securities lending arrangement that meets the criteria of a specified securities lending arrangement. If the securities lending arrangement is not a specified securities lending arrangement then the early warning reporting requirements for dispositions of securities will apply to the disposition of securities by the lender under the securities lending arrangement.

The borrower will in all cases be subject to the requirements in Part 5 of the Regulation and section 102.1 of the Ontario Act and Part 7 of the Ontario Rule, including if the securities are acquired by the borrower pursuant to a specified securities lending arrangement.”.

6.2.2 Publication

Règlements concordants au Règlement 25-101 sur les agences de notation désignées

L'Autorité des marchés financiers (l'« Autorité ») publie le texte révisé, en versions française et anglaise, des règlements suivants :

- *Règlement modifiant le Règlement 31-103 sur les obligations et dispenses d'inscription et les obligations continues des personnes inscrites;*
- *Règlement modifiant le Règlement 33-109 sur les renseignements concernant l'inscription;*
- *Règlement modifiant le Règlement 41-101 sur les obligations générales relatives au prospectus;*
- *Règlement modifiant le Règlement 44-101 sur le placement de titres au moyen d'un prospectus simplifié;*
- *Règlement modifiant le Règlement 44-102 sur le placement de titres au moyen d'un prospectus préalable;*
- *Règlement modifiant le Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus et d'inscription;*
- *Règlement modifiant le Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue;*
- *Règlement modifiant le Règlement 81-101 sur le régime de prospectus des organismes de placement collectif;*
- *Règlement modifiant le Règlement 81-102 sur les organismes de placement collectif;*
- *Règlement modifiant le Règlement 81-106 sur l'information continue des fonds d'investissement.*

Vous trouverez également ci-joint au présent bulletin, les textes révisés, en versions française et anglaise, des instructions générales suivantes :

- *Modification de l'Instruction générale relative au Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché;*
- *Modification de l'Instruction générale relative au Règlement 44-101 sur le placement de titres au moyen d'un prospectus simplifié;*
- *Modification de l'Instruction générale relative au Règlement 44-102 sur le placement de titres au moyen d'un prospectus préalable;*
- *Modification de l'Instruction générale 51-201 : Lignes directrices en matière de communication de l'information;*
- *Modification de l'Instruction générale relative au Règlement 81-102 sur les organismes de placement collectif.*

Au Québec, les règlements seront pris en vertu de l'article 331.1 de la *Loi sur les valeurs mobilières* et seront approuvés, avec ou sans modification, par le ministre des Finances. Les règlements entreront en vigueur à la date de leur publication à la *Gazette officielle du Québec* ou à une date ultérieure qu'ils indiquent, tandis que les instructions générales seront adoptées sous forme d'instruction et prendront effet de façon concomitante à l'entrée en vigueur des règlements.

Renseignements additionnels

Des renseignements additionnels peuvent être obtenus en s'adressant à :

Lucie J. Roy
Conseillère en réglementation
Direction de la réglementation
Surintendance aux marchés des valeurs
Autorité des marchés financiers
514-395-0337, poste 4464
Numéro sans frais : 1 877 525-0337
lucie.roy@lautorite.qc.ca

Le 14 mars 2013

Avis de publication

Modifications réglementaires des régimes d'inscription, de prospectus et d'information continue corrélatives au *Règlement 25-101 sur les agences de notation désignées*

Le 14 mars 2013

Introduction

Les membres des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les **ACVM** ou **nous**) adoptent des modifications corrélatives des textes suivants :

- l'*Instruction générale relative au Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché*;
- le *Règlement 31-103 sur les obligations et dispenses d'inscription et les obligations continues des personnes inscrites, y compris l'Annexe 31-103A1, Calcul de l'excédent du fonds de roulement*;
- le *Règlement 33-109 sur les renseignements concernant l'inscription, y compris l'Annexe 33-109A6, Inscription d'une société*;
- le *Règlement 41-101 sur les obligations générales relatives au prospectus*;
- le *Règlement 44-101 sur le placement de titres au moyen d'un prospectus simplifié, y compris l'Annexe 44-101A1, Prospectus simplifié*;
- l'*Instruction générale relative au Règlement 44-101 sur le placement de titres au moyen d'un prospectus simplifié*;
- le *Règlement 44-102 sur le placement de titres au moyen d'un prospectus préalable*;
- l'*Instruction générale relative au Règlement 44-102 sur le placement de titres au moyen d'un prospectus préalable*;
- le *Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus et d'inscription*;
- le *Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue*;
- l'*Instruction générale 51-201 : Ligne directrices en matière de communication de l'information*;
- le *Règlement 81-101 sur le régime de prospectus des organismes de placement collectif*;
- le *Règlement 81-102 sur les organismes de placement collectif*;
- l'*Instruction générale relative au Règlement 81-102 sur les organismes de placement collectif*;
- le *Règlement 81-106 sur l'information continue des fonds d'investissement*;

(appelés collectivement, les **modifications corrélatives**).

Les modifications corrélatives sont également publiées sur les sites Web des membres des ACVM, dont les suivants :

- www.bcsc.bc.ca
- www.albertasecurities.com
- www.osc.gov.on.ca
- www.lautorite.qc.ca
- www.msc.gov.mb.ca
- www.nbsc-cvmnb.ca
- www.gov.ns.ca/nssc

Dans certains territoires, le ministre compétent doit approuver la mise en œuvre des modifications corrélatives. Sous réserve de l'approbation nécessaire, les modifications corrélatives entreront en vigueur le **31 mai 2013**.

Objet des modifications corrélatives

Les modifications corrélatives sont adoptées en vue de la mise en œuvre intégrale du régime prévu par le *Règlement 25-101 sur les agences de notation désignées* (le **Règlement 25-101**), entré en vigueur le 20 avril 2012¹. Le Règlement 25-101 impose aux agences de notation qui souhaitent que leurs notations puissent être utilisées dans la législation en valeurs mobilières des obligations en vertu desquelles elles doivent demander à devenir « agence de notation désignée » et adhérer à des règles en matière de conflits d'intérêts, de gouvernance, de conduite, de fonction de conformité et de dépôts obligatoires. Le régime est en phase avec l'encadrement international des agences de notation².

Le 31 octobre 2012, les ACVM ont désigné DBRS Limited, Fitch, Inc., Moody's Canada Inc. et Standard & Poor's Rating Services (Canada) (les **demandereses**) en vertu des dispositions du Règlement 25-101³. Les décisions de désignation étaient assorties des conditions suivantes :

- les demandereses se conforment, à tous les égards importants, au Règlement 25-101 et à la législation en valeurs mobilières applicable aux agences de notation dans chaque territoire du Canada;

¹ Sauf en Saskatchewan, où il est entré en vigueur le 15 août 2012.

² Le 5 octobre 2012, la Commission européenne a rendu une décision sur la reconnaissance du cadre juridique et du dispositif de surveillance des agences de notation désignées qui sont prévus par le Règlement 25-101 comme étant équivalents aux exigences du *règlement (CE) n° 1060/2009 sur les agences de notation de crédit* pour reconnaître les notations publiées par ces agences hors de l'Union européenne. On peut consulter cette décision à partir du site Web du Journal officiel de l'Union européenne, au <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2012:278:0017:0018:FR:PDF>.

³ Le 30 avril 2012, les ACVM ont aussi prononcé des décisions provisoires désignant chaque demanderesse comme agence de notation désignée et la dispensant de l'application du Règlement 25-101 pendant six mois afin qu'elle puisse revoir et, au besoin, modifier ses politiques, pratiques et contrôles internes pour se conformer à ce règlement à tous les égards importants.

- les demanderesses ont déposé toute la documentation exigée en vertu du Règlement 25-101;
- dès leur désignation comme agences de notation désignées, les demanderesses sont assujetties aux dispositions de la législation en valeurs mobilières de chaque territoire du Canada.

La législation canadienne en valeurs mobilières fait aussi référence à un certain nombre de notations. Les modifications corrélatives remplacent les expressions « agence de notation agréée » et « notation approuvée » par, respectivement, « agence de notation désignée » et « notation désignée ».

Résumé des commentaires écrits reçus par les ACVM

La période de consultation sur les modifications corrélatives a pris fin le 24 octobre 2012. Nous avons reçu des mémoires de deux intervenants. Nous avons étudié leurs commentaires et les en remercions. On trouvera à l'Annexe A du présent avis la liste des intervenants et un résumé de leurs commentaires accompagné de notre réponse.

Résumé des modifications apportées aux projets de textes

Nous avons ajouté des indications dans l'*Instruction générale relative au Règlement 44-101 sur le placement de titres au moyen d'un prospectus simplifié* (**l'Instruction générale relative au Règlement 44-101**) et l'*Instruction générale relative au Règlement 81-102 sur les organismes de placement collectif* (**l'Instruction générale relative au Règlement 81-102**) pour préciser qu'il est raisonnable d'interpréter les expressions antérieures « notation approuvée » et « agence de notation agréée » au sens des expressions qui les remplacent, « notation désignée » et « agence de notation désignée ». Ces indications supplémentaires ont pour objet de préciser que les modifications corrélatives n'ont aucune incidence sur les conventions existantes, comme les actes de fidéicommis ou autres contrats privés, qui ont été conclues avant la date d'entrée en vigueur de ces modifications.

Modifications et avis locaux

Dans certains territoires, d'autres renseignements exigés par la législation en valeurs mobilières locale ou se rapportant à ses modifications sont publiés en annexe au présent avis.

Questions

Pour toute question, prière de s'adresser aux personnes suivantes :

Lucie J. Roy
Conseillère en réglementation
Direction de la réglementation
Surintendance aux marchés des valeurs
Autorité des marchés financiers
514-395-0337, poste 4464
lucie.roy@lautorite.qc.ca

Frédéric Duguay
Legal Counsel, Corporate Finance
Commission des valeurs mobilières de
l'Ontario
416-593-3677
fduguay@osc.gov.on.ca

Ashlyn D'Aoust
Legal Counsel, Corporate Finance
Alberta Securities Commission
403-355-4347
ashlyn.daoust@asc.ca

Katie DeBartolo
Accountant, Corporate Finance
Commission des valeurs mobilières de
l'Ontario
416-593-2166
kdebartolo@osc.gov.on.ca

Sheryl Thomson
Senior Legal Counsel, Legal Services
Corporate Finance
British Columbia Securities Commission
604-899-6778
sthomson@bcsc.bc.ca

ANNEXE A

RÉSUMÉ DES COMMENTAIRES SUR L'AVIS DE CONSULTATION RELATIF AUX MODIFICATIONS CORRÉLATIVES PUBLIÉ LE 26 JUILLET 2012 ET RÉPONSE

La présente annexe contient un résumé des commentaires écrits que nous avons reçus au sujet des modifications corrélatives ainsi que notre réponse.

Liste des intervenants

- Osler, Hoskin & Harcourt s.r.l.
- Stikeman Elliott s.r.l.

Commentaires généraux

Deux intervenants craignent que les modifications corrélatives n'aient des conséquences défavorables non voulues sur les conventions existantes, comme les actes de fidéicommiss ou autres contrats privés, qui contiennent les expressions « notation approuvée » et « agence de notation agréée ». Ils craignent qu'il ne faille modifier ces conventions si les modifications corrélatives sont adoptées sous la forme proposée, ce qui créerait de l'incertitude et entraînerait des coûts supplémentaires.

Les intervenant nous proposent d'inclure dans les modifications corrélatives une disposition indiquant que les expressions « notation approuvée » et « agence de notation agréée » sont équivalentes aux expressions « notation désignée » et « agence de notation désignée » ou membre du même groupe que l'agence de notation désignée » dans les conventions conclues avant l'entrée en vigueur des modifications corrélatives.

Réponse : Nous avons précisé dans l'Instruction générale relative au Règlement 44-101 qu'il est raisonnable d'interpréter les expressions antérieures « notation approuvée » et « agence de notation agréée » au sens des expressions qui les remplacent, « notation désignée » et « agence de notation désignée ». Nous avons ajouté un libellé semblable dans l'Instruction générale relative au Règlement 81-102.

**MODIFICATION DE L'INSTRUCTION GÉNÉRALE RELATIVE AU
RÈGLEMENT 21-101 SUR LE FONCTIONNEMENT DU MARCHÉ**

1. L'article 10.1 de l'*Instruction générale relative au Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché* est modifié par le remplacement du paragraphe 6 par le suivant :

« 6) Par « titre de créance privé de qualité supérieure », il faut entendre un titre de créance privé qui a reçu d'une agence de notation désignée, ou d'un membre du même groupe que l'agence de notation désignée, une notation égale ou supérieure à la catégorie de notation indiquée dans le tableau ci-dessous ou à la catégorie de notation qui la précédait ou la remplace :

Agence de notation désignée	Titres de créance à long terme	Titre de créance à court terme
DBRS Limited	BBB	R-2
Fitch, Inc.	BBB	F3
Moody's Canada Inc.	Baa	Prime-3
Standard & Poor's Ratings Services (Canada)	BBB	A-3

».

RÈGLEMENT MODIFIANT LE RÈGLEMENT 31-103 SUR LES OBLIGATIONS ET DISPENSES D'INSCRIPTION ET LES OBLIGATIONS CONTINUES DES PERSONNES INSCRITES

Loi sur les valeurs mobilières
(chapitre V-1.1, a. 331.1, par. 1^o, 11^o et 34^o)

1. L'article 8.21 du Règlement 31-103 sur les obligations et dispenses d'inscription et les obligations continues des personnes inscrites est modifié :

1^o dans le paragraphe 1 :

a) par le remplacement, partout où il se trouve dans la définition de l'expression « agence de notation agréée », du mot « agréée » par le mot « désignée »;

b) par l'insertion, après la définition de l'expression « agence de notation agréée », de la suivante :

« membre du même groupe que l'agence de notation désignée » : un membre du même groupe que l'agence de notation désignée au sens de l'article 1 du Règlement 25-101 sur les agences de notation désignées (R.R.Q., c. V-1.1, r. 8.1);

c) par le remplacement, partout où il se trouve dans la définition de l'expression « notation approuvée », du mot « approuvée » par le mot « désignée »;

2^o par le remplacement, dans le sous-paragraphe *b* du paragraphe 2, des mots « d'une notation approuvée attribuée par un organisme de notation approuvé » par les mots « d'une notation désignée attribuée par une agence de notation désignée ou un membre du même groupe que l'agence de notation désignée ».

2. L'Appendice 1 de l'Annexe 31-103A1 de ce règlement est modifiée par le remplacement, dans la disposition *i* du sous-paragraphe *a* du paragraphe 2, des mots « de Moody's Investors Service Inc. et de Standard & Poor's Corporation » par les mots « de Moody's Canada Inc. ou de Standard & Poor's Rating Services (Canada), ou, pour l'une ou l'autre, d'un membre du même groupe que l'agence de notation désignée ».

3. Le présent règlement entre en vigueur le 31 mai 2013.

RÈGLEMENT MODIFIANT LE RÈGLEMENT 33-109 SUR LES RENSEIGNEMENTS CONCERNANT L'INSCRIPTION

Loi sur les valeurs mobilières
(chapitre V-1.1, a. 331.1, par. 1°)

1. L'Annexe 33-109A1 du Règlement 33-109 sur les renseignements concernant l'inscription est modifiée par le remplacement, dans le point 7 de la rubrique 5, des mots « activités parallèles » par les mots « activités professionnelles ».
2. L'Annexe 33-109A6 de ce règlement est modifiée :
 - 1° par le remplacement, dans la rubrique 7.1, du mot « Pays » par le mot « Territoire »;
 - 2° par le remplacement, dans la disposition *i* du sous-paragraphe *a* de l'Appendice 1 de l'Annexe 31-103A1, des mots « de Moody's Investors Service Inc. et de Standard & Poor's Corporation » par les mots « de Moody's Canada Inc. ou de Standard & Poor's Rating Services (Canada), ou, pour l'une ou l'autre, d'un membre du même groupe que l'agence de notation désignée ».
3. Le présent règlement entre en vigueur le 31 mai 2013.

RÈGLEMENT MODIFIANT LE RÈGLEMENT 41-101 SUR LES OBLIGATIONS GÉNÉRALES RELATIVES AU PROSPECTUS

Loi sur les valeurs mobilières
(chapitre V-1.1, a. 331.1, par. 11° et 34°)

1. L'article 1.1 du Règlement 41-101 sur les obligations générales relatives au prospectus est modifié :

1° par le remplacement, partout où il se trouve dans la définition de l'expression « agence de notation agréée », du mot « agréée » par le mot « désignée »;

2° par l'insertion, après la définition de l'expression « membre de la haute direction », de la suivante :

« « membre du même groupe que l'agence de notation désignée » : un membre du même groupe que l'agence de notation désignée au sens de l'article 1 du Règlement 25-101 sur les agences de notation désignées (R.R.Q., c. V-1.1, r. 8.1); ».

2. L'article 7.2 de ce règlement est modifié par le remplacement, dans le paragraphe 2, des mots « une agence de notation agréée » par les mots « une agence de notation désignée ou un membre du même groupe que l'agence de notation désignée ».

3. L'article 10.1 de ce règlement est modifié par le remplacement, dans le paragraphe 4, des mots « à l'agence de notation agréée » par les mots « à l'agence de notation désignée ou au membre du même groupe que l'agence de notation désignée ».

4. L'Annexe 41-101A1 de ce règlement est modifiée par le remplacement, dans le texte anglais, du paragraphe 3 de la rubrique 22.1 par le suivant :

« (3) For the purposes of subsection (2), "order" means any of the following, if in effect for a period of more than 30 consecutive days:

(a) a cease trade order,

(b) an order similar to a cease trade order, or

(c) an order that denied the relevant person access to any exemption under securities legislation. ».

5. Le présent règlement entre en vigueur le 31 mai 2013.

RÈGLEMENT MODIFIANT LE RÈGLEMENT 44-101 SUR LE PLACEMENT DE TITRES AU MOYEN D'UN PROSPECTUS SIMPLIFIÉ

Loi sur les valeurs mobilières
(chapitre V-1.1, a. 331.1, par. 1^o, 6^o, 8^o et 34^o)

1. L'article 1.1 du Règlement 44-101 sur le placement de titres au moyen d'un prospectus simplifié est modifié :

1^o par l'insertion, avant la définition de l'expression « bourse admissible dans le cadre du prospectus simplifié », de la suivante :

« agence de notation désignée » : les entités suivantes :

a) DBRS Limited, Fitch, Inc., Moody's Canada Inc., Standard & Poor's Ratings Services (Canada) et tout membre du même groupe que l'agence de notation désignée;

b) toute autre agence de notation qui a été désignée en vertu de la législation en valeurs mobilières; »;

2^o par l'insertion, après la définition de l'expression « garant américain », de la suivante :

« membre du même groupe que l'agence de notation désignée » : un membre du même groupe que l'agence de notation désignée au sens de l'article 1 du Règlement 25-101 sur les agences de notation désignées (R.R.Q., c. V-1.1, r. 8.1); »;

3^o par le remplacement de la définition de l'expression « notation approuvée » par la suivante :

« notation désignée » : une note établie pour un titre par une agence de notation désignée, ou par un membre du même groupe que l'agence de notation désignée, qui est égale ou supérieure à la catégorie de notation indiquée dans le tableau ci-dessous ou à la catégorie de notation qui la remplace :

Agence de notation désignée	Titres de créance à long terme	Titres de créance à court terme	Actions privilégiées
DBRS Limited	BBB	R-2	Pfd-3
Fitch, Inc.	BBB	F3	BBB
Moody's Canada Inc.	Baa	Prime-3	« baaa »
Standard & Poor's Ratings Services (Canada)	BBB	A-3	P-3

4^o dans la définition de l'expression « quasi-espèces » :

a) par le remplacement, dans le paragraphe *b*, du mot « approuvée » par le mot « désignée »;

b) par le remplacement, dans le paragraphe *c*, des mots « une notation approuvée d'une agence de notation agréée » par les mots « une notation désignée d'une agence de notation désignée ou d'un membre du même groupe que l'agence de notation désignée ».

2. Les articles 2.3, 2.4 et 2.6 de ce règlement sont modifiés par le remplacement, partout où il se trouve, du mot « approuvée » par le mot « désignée », et par le

remplacement des mots « d'une agence de notation agréée » par les mots « d'une agence de notation désignée ou d'un membre du même groupe que l'agence de notation désignée ».

3. L'Annexe 44-101A1 de ce règlement est modifiée :

1° par le remplacement, dans la rubrique 7.9, des mots « des titres qui sont ou seront en circulation » par les mots « les titres faisant l'objet du placement »;

2° par le remplacement, dans le texte anglais, du paragraphe 3 de la rubrique 16.1 par le suivant :

« (3) For the purposes of subsection (2), "orders" means any of the following, if in effect for a period of more than 30 consecutive days:

(a) a cease trade order,

(b) an order similar to a cease trade order, or

(c) an order that denied the relevant person access to any exemption under securities legislation. ».

4. Le présent règlement entre en vigueur le 31 mai 2013.

MODIFICATION DE L'INSTRUCTION GÉNÉRALE RELATIVE AU RÈGLEMENT 44-101 SUR LE PLACEMENT DE TITRES AU MOYEN D'UN PROSPECTUS SIMPLIFIÉ

1. L'article 1.7 de l'Instruction générale relative au Règlement 44-101 sur le placement de titres au moyen d'un prospectus simplifié est modifié :

1° par le remplacement, partout où il se trouve dans le paragraphe 1, du mot « approuvée » par le mot « désignée », du mot « approuvées » par le mot « désignées » et, partout où ils se trouvent, des mots « L'agence de notation » par les mots « L'agence de notation désignée ou un membre du même groupe que l'agence de notation désignée »;

2° par l'insertion, après le paragraphe 1, du suivant :

« 1.1) **Expressions antérieures** – Nous reconnaissons que certains contrats existants contiennent les expressions antérieures « notation approuvée » et « agence de notation agréée ». Le contenu des définitions des nouvelles expressions « notation désignée » et « agence de notation désignée » est essentiellement le même que celui des expressions antérieures. Seule la terminologie a changé. Par conséquent, il est raisonnable d'interpréter les expressions antérieures au sens des définitions de « notation désignée » et de « agence de notation désignée » dans le règlement. ».

2. L'article 2.2 de cette instruction générale est modifié par le remplacement, dans le paragraphe 1, du mot « approuvée » par le mot « désignée ».

3. L'article 2.4 de cette instruction générale est modifié, dans le sous-paragraphe 2 du paragraphe 2, par le remplacement, partout où il se trouve, du mot « approuvée » par le mot « désignée », et par le remplacement des mots « une agence de notation agréée » par les mots « une agence de notation désignée ou un membre du même groupe que l'agence de notation désignée ».

**RÈGLEMENT MODIFIANT LE RÈGLEMENT 44-102 SUR LE PLACEMENT
DE TITRES AU MOYEN D'UN PROSPECTUS PRÉALABLE**

Loi sur les valeurs mobilières
(chapitre V-1.1, a. 331.1, par. 1^o et 6^o)

1. Les articles 2.3, 2.4, et 2.6 du Règlement 44-102 sur le placement de titres au moyen d'un prospectus préalable sont modifiés par le remplacement, partout où ils se trouvent, du mot « approuvée » par le mot « désignée » et des mots « d'une agence de notation agréée » par les mots « d'une agence de notation désignée ou d'un membre du même groupe que l'agence de notation désignée ».
2. Le présent règlement entre en vigueur le 31 mai 2013.

**MODIFICATION DE L'INSTRUCTION GÉNÉRALE RELATIVE AU
RÈGLEMENT 44-102 SUR LE PLACEMENT DE TITRES AU MOYEN D'UN
PROSPECTUS PRÉALABLE**

1. L'article 2.6 de l'*Instruction générale relative au Règlement 44-102 sur le placement de titres au moyen d'un prospectus préalable* est modifié par l'insertion, dans le paragraphe 2 et après les mots « toutes les notes », des mots « et notations » et par le remplacement des mots « agences de notation agréées » par les mots « agences de notation désignées ou de membres du même groupe que les agences de notation désignées ».

RÈGLEMENT MODIFIANT LE RÈGLEMENT 45-106 SUR LES DISPENSES DE PROSPECTUS ET D'INSCRIPTION

Loi sur les valeurs mobilières
(chapitre V-1.1, a. 331.1, par. 11° et 34°)

1. L'article 1.1 du Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus et d'inscription est modifié :

1° par le remplacement, partout où il se trouve dans la définition de l'expression « agence de notation agréée », du mot « agréée » par le mot « désignée »;

2° par l'insertion, après la définition de l'expression « membre de la haute direction », de la suivante :

« « membre du même groupe que l'agence de notation désignée » : un membre du même groupe que l'agence de notation désignée au sens de l'article 1 du Règlement 25-101 sur les agences de notation désignées (R.R.Q., c. V-1.1, r. 8.1); »;

3° par le remplacement, partout où il se trouve dans la définition de l'expression « notation approuvée », du mot « approuvée » par le mot « désignée ».

2. L'article 2.34 de ce règlement est modifié par le remplacement, sans le sous-paragraphe *b* du paragraphe 2, des mots « notation approuvée attribuée par un organisme de notation approuvé » par les mots « notation désignée attribuée par une agence de notation désignée ou un membre du même groupe que l'agence de notation désignée ».

3. L'article 2.35 de ce règlement est modifié par le remplacement du paragraphe *b* par le suivant :

« *b*) ils font l'objet d'une notation désignée attribuée par une agence de notation désignée ou un membre du même groupe que l'agence de notation désignée. ».

4. L'article 3.34 de ce règlement est modifié par le remplacement, dans le sous-paragraphe *b* du paragraphe 2, des mots « notation approuvée attribuée par un organisme de notation approuvé » par les mots « notation désignée attribuée par une agence de notation désignée ou un membre du même groupe que l'agence de notation désignée ».

5. L'article 3.35 de ce règlement est modifié par le remplacement du paragraphe *b* par le suivant :

« *b*) ils font l'objet d'une notation désignée attribuée par une agence de notation désignée ou un membre du même groupe que l'agence de notation désignée. ».

6. Le présent règlement entre en vigueur le 31 mai 2013.

RÈGLEMENT MODIFIANT LE RÈGLEMENT 51-102 SUR LES OBLIGATIONS D'INFORMATION CONTINUE

Loi sur les valeurs mobilières
(chapitre V-1.1, a. 331.1, par. 1^o et 34^o)

1. L'article 1.1 du Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue est modifié :

1^o par le remplacement de la définition de l'expression « agence de notation agréée » par la suivante :

« agence de notation désignée » : les entités suivantes :

a) DBRS Limited, Fitch, Inc., Moody's Canada Inc., Standard & Poor's Ratings Services (Canada) et tout membre du même groupe que l'agence de notation désignée;

b) toute autre agence de notation qui a été désignée en vertu de la législation en valeurs mobilières; »;

2^o par l'insertion, après la définition de l'expression « membre de la haute direction », de la suivante :

« membre du même groupe que l'agence de notation désignée » : un membre du même groupe que l'agence de notation désignée au sens de l'article 1 du Règlement 25-101 sur les agences de notation désignées (c. V-1.1, r. 8.1); ».

2. L'Annexe 51-102A2 de ce règlement est modifiée par le remplacement, dans le texte anglais, du paragraphe 1.1 de la rubrique 10.2 par le suivant :

« (1.1) For the purposes of subsection (1), "order" means any of the following, if in effect for a period of more than 30 consecutive days:

(a) a cease trade order;

(b) an order similar to a cease trade order; or

(c) an order that denied the relevant company access to any exemption under securities legislation. ».

3. Le présent règlement entre en vigueur le 31 mai 2013.

MODIFICATION DE L'INSTRUCTION GÉNÉRALE 51-201 : LIGNES DIRECTRICES EN MATIÈRE DE COMMUNICATION DE L'INFORMATION

1. L'article 3.3 de l'*Instruction générale 51-201 : Lignes directrices en matière de communication de l'information* est modifié par le remplacement, dans le paragraphe 7, des mots « la législation en valeurs mobilières prescrit les notations » par les mots « la législation en valeurs mobilières prescrit les notations données par les agences de notation désignées » et, dans la note 19, du mot « approuvée » par le mot « désignée ».

RÈGLEMENT MODIFIANT LE RÈGLEMENT 81-101 SUR LE RÉGIME DE PROSPECTUS DES ORGANISMES DE PLACEMENT COLLECTIF

Loi sur les valeurs mobilières
(chapitre V-1.1, a. 331.1, par. 11^o)

1. L'article 2.6 du Règlement 81-101 sur le régime de prospectus des organismes de placement collectif est modifié par le remplacement, dans le paragraphe 4, des mots « l'agence de notation agréée » par les mots « l'agence de notation désignée ou le membre du même groupe que l'agence de notation désignée ».
2. Le présent règlement entre en vigueur le 31 mai 2013.

RÈGLEMENT MODIFIANT LE RÈGLEMENT 81-102 SUR LES ORGANISMES DE PLACEMENT COLLECTIF

Loi sur les valeurs mobilières
(chapitre V-1.1, a. 331.1, par. 1^o, 11^o, 16^o, 17^o et 34^o)

1. L'article 1.1 du Règlement 81-102 sur les organismes de placement collectif est modifié :

1^o par le remplacement de la définition de l'expression « agence de notation agréée » par la suivante :

« agence de notation désignée » : les entités suivantes :

a) DBRS Limited, Fitch, Inc., Moody's Canada Inc., Standard & Poor's Ratings Services (Canada) et tout membre du même groupe que l'agence de notation désignée;

b) toute autre agence de notation qui a été désignée en vertu de la législation en valeurs mobilières; »;

2^o par le remplacement, dans le paragraphe *f* de la définition de l'expression « couverture en espèces », du mot « approuvée » par le mot « désignée »;

3^o par l'insertion, après la définition de l'expression « membre de l'organisation », de la suivante :

« membre du même groupe que l'agence de notation désignée » : un membre du même groupe que l'agence de notation désignée au sens de l'article 1 du Règlement 25-101 sur les agences de notation désignées (R.R.Q., c. V-1.1, r. 8.1); »;

4^o par le remplacement de la définition de l'expression « notation approuvée » par la suivante :

« notation désignée » : une note établie pour un titre ou un instrument par une agence de notation désignée, ou par un membre du même groupe que l'agence de notation désignée, qui est égale ou supérieure à la catégorie de notation indiquée dans le tableau ci-dessous ou à la catégorie de notation qui la remplace, pour autant que soient réunies les conditions suivantes :

a) l'agence de notation désignée ou le membre du même groupe que l'agence de notation désignée n'a pas fait d'annonce dont l'OPC ou son gestionnaire a ou devrait raisonnablement avoir connaissance et selon laquelle la notation pourrait être abaissée à une catégorie de notation qui ne correspondrait pas à une notation désignée;

b) aucune agence de notation désignée ni aucun membre du même groupe que l'agence de notation désignée n'a classé le titre ou l'instrument dans une catégorie de notation qui ne correspond pas à une notation désignée :

Agence de notation désignée	Billets de trésorerie / Créances à court terme	Créances à long terme
DBRS Limited	R-1 (low)	A
Fitch, Inc.	F1	A
Moody's Canada Inc.	P-1	A2
Standard & Poor's Ratings Services (Canada)	A-1 (Low)	A

» ;

5° par le remplacement, dans le sous-paragraphe *iii* du paragraphe *d* de la définition de l'expression « OPC marché monétaire », du mot « approuvée » par le mot « désignée »;

6° dans la définition de l'expression « quasi-espèces » :

a) par le remplacement, dans le paragraphe *b*, du mot « approuvée » par le mot « désignée »;

b) par le remplacement, dans le paragraphe *c*, des mots « une agence de notation approuvée ont une notation approuvée » par les mots « une agence de notation désignée ou un membre du même groupe que l'agence de notation désignée ont une notation désignée »;

7° dans la définition de l'expression « titre admissible » :

a) dans le paragraphe *a* :

i) par le remplacement, dans le sous-paragraphe *ii*, du mot « approuvée » par le mot « désignée »;

ii) par le remplacement, dans le sous-paragraphe *iii*, des mots « une agence de notation agréée aient une notation approuvée » par les mots « une agence de notation désignée ou un membre du même groupe que l'agence de notation désignée aient une notation désignée »;

b) par le remplacement, dans le paragraphe *b*, du mot « approuvée » par le mot « désignée »;

8° par le remplacement, partout où il se trouve dans la définition de l'expression « titre de créance à taux variable », du mot « approuvée » par le mot « désignée ».

2. L'article 2.7 de ce règlement est modifié :

1° par le remplacement, partout où il se trouve dans le paragraphe 1, du mot « approuvée » par le mot « désignée »;

2° par le remplacement, dans le paragraphe 2, du mot « approuvée » par le mot « désignée ».

3. L'article 2.12 de ce règlement est modifié par le remplacement, dans la disposition *d* du sous-paragraphe 6 du paragraphe 1, des mots « une agence de notation agréée aient une notation approuvée » par les mots « une agence de notation désignée ou un membre du même groupe que l'agence de notation désignée aient une notation désignée ».

4. L'article 2.18 de ce règlement est modifié par le remplacement, dans la disposition *iii* du sous-paragraphe *a* du paragraphe 1, du mot « approuvée » par le mot « désignée ».

5. L'article 4.1 de ce règlement est modifié :

1° par le remplacement, dans le sous-paragraphe *b* du paragraphe 4, des mots « une notation approuvée d'une agence de notation agréée » par les mots « une notation désignée d'une agence de notation désignée ou d'un membre du même groupe que l'agence de notation désignée »;

2° par le remplacement, dans le paragraphe 4.1, du mot « approuvée » par le mot « désignée ».

6. L'article 15.3 de ce règlement est modifié, dans le paragraphe 5 :

1° par le remplacement, dans le sous-paragraphe *a*, des mots « une agence de notation agréée » par les mots « une agence de notation désignée ou un membre du même groupe que l'agence de notation désignée »;

2° par le remplacement, dans le sous-paragraphe *b*, des mots « l'agence de notation agréée » par les mots « l'agence de notation désignée ou un membre du même groupe que l'agence de notation désignée »;

3° par le remplacement du sous-paragraphe *c* par le suivant :

« *c*) aucune agence de notation désignée ni aucun membre du même groupe que l'agence de notation désignée n'a attribué une notation désignée inférieure aux titres. ».

7. Le présent règlement entre en vigueur le 31 mai 2013.

**MODIFICATION DE L'INSTRUCTION GÉNÉRALE RELATIVE AU
RÈGLEMENT 81-102 SUR LES ORGANISMES DE PLACEMENT COLLECTIF**

1. L'Instruction générale relative au Règlement 81-102 sur les organismes de placement collectif est modifiée par l'insertion, après l'article 2.4, du suivant :

« 2.4.1. Expressions antérieures

Nous reconnaissons que certains contrats existants contiennent les expressions antérieures « notation approuvée » et « agence de notation agréée ». Le contenu des définitions des nouvelles expressions « notation désignée » et « agence de notation désignée » est essentiellement le même que celui des expressions antérieures. Seule la terminologie a changé. Par conséquent, il est raisonnable d'interpréter les expressions antérieures au sens des définitions de « notation désignée » et de « agence de notation désignée » dans le règlement. ».

2. L'article 3.1 de cette instruction générale est modifié par le remplacement, partout où ils se trouvent dans le paragraphe 4, des mots « Standard & Poor's » par les mots « Standard & Poor's Rating Services (Canada) ou un membre du même groupe que l'agence de notation désignée », et des mots « agences de notation agréées » par les mots « agences de notation désignées ».

**RÈGLEMENT MODIFIANT LE RÈGLEMENT 81-106 SUR L'INFORMATION
CONTINUE DES FONDS D'INVESTISSEMENT**

Loi sur les valeurs mobilières
(chapitre V-1.1, a. 331.1, par. 1^o et 8^o)

1. L'article 3.5 du Règlement 81-106 sur l'information continue des fonds d'investissement est modifié par le remplacement, dans le sous-paragraphe *d* du paragraphe 6, du mot « approuvée » par le mot « désignée ».
2. Le présent règlement entre en vigueur le 31 mai 2013.

Concordant Regulations to Regulation 25-101 respecting Designated Rating Organizations

The *Autorité des marchés financiers* (the “Authority”) is publishing amended text, in English and French, of the following Regulation:

- *Regulation to amend Regulation 31-103 respecting Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations;*
- *Regulation to amend Regulation 33-109 respecting Registration Information;*
- *Regulation to amend Regulation 41-101 respecting General Prospectus Requirements;*
- *Regulation to amend Regulation 44-101 respecting Short Form Prospectus Distributions;*
- *Regulation to amend Regulation 44-102 respecting Shelf Distributions;*
- *Regulation to amend Regulation 45-106 respecting Prospectus and Registration Exemptions;*
- *Regulation to amend Regulation 51-102 respecting Continuous Disclosure Obligations;*
- *Regulation to amend Regulation 81-101 respecting Mutual Fund Prospectus Disclosure;*
- *Regulation to amend Regulation 81-102 respecting Mutual Funds;*
- *Regulation to amend Regulation 81-106 respecting Investment Fund Continuous Disclosure.*

The Authority is also publishing in this Bulletin amended texts, in English and French, of the following Policy Statement

- *Amendments to Policy Statement to Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation;*
- *Amendment to Policy Statement to Regulation 44-101 respecting Short Form Prospectus Distributions;*
- *Amendment to Policy Statement to Regulation 44-102 respecting Shelf Distributions;*
- *Amendment to National Policy 51-201, Disclosure Standards;*
- *Amendment to Policy Statement to Regulation 81-102 respecting Mutual Funds.*

In Québec, the Regulations will be made under section 331.1 of the *Securities Act* and will be submitted to the Minister of Finance for approval, with or without amendment. The Regulations will come into force on the date of their publication in the *Gazette officielle du Québec* or on a later date indicated in the Regulations. The Policy Statement will be adopted as policies and will take effect concomitantly with the Regulations.

Additional Information

Further information is available from:

Lucie J. Roy
Senior Policy Advisor
Direction de la réglementation
Surintendance aux marchés des valeurs
Autorité des marchés financiers
514-395-0337, ext. 4464
Toll-free: 1 877 525-0337
lucie.roy@lautorite.qc.ca

March 14, 2013

Notice of publication

Consequential amendments to registration, prospectus and continuous disclosure rules related to *Regulation 25-101* respecting *Designated Rating Organizations*

March 14, 2013

Introduction

We, the members of the Canadian Securities Administrators (CSA), are adopting consequential amendments to the following texts:

- *Policy Statement to Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation;*
- *Regulation 31-103 respecting Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations, including Form 31-103F1, Calculation of Excess Working Capital;*
- *Regulation 33-109 respecting Registration Information, including Form 33-109F6, Firm Registration;*
- *Regulation 41-101 respecting General Prospectus Requirements;*
- *Regulation 44-101 respecting Short Form Prospectus Distributions, including Form 44-101F1, Short Form Prospectus;*
- *Policy Statement to Regulation 44-101 respecting Short Form Prospectus Distributions;*
- *Regulation 44-102 respecting Shelf Distributions;*
- *Policy Statement to Regulation 44-102 respecting Shelf Distributions;*
- *Regulation 45-106 respecting Prospectus and Registration Exemptions;*
- *Regulation 51-102 respecting Continuous Disclosure Obligations;*
- *National Policy 51-201: Disclosure Standards;*
- *Regulation 81-101 respecting Mutual Fund Prospectus Disclosure;*
- *Regulation 81-102 respecting Mutual Funds;*
- *Policy Statement to Regulation 81-102 respecting Mutual Funds;*
- *Regulation 81-106 respecting Investment Fund Continuous Disclosure;*

(collectively, the **DRO Consequential Amendments**).

The DRO Consequential Amendments are also available on the websites of CSA members, including the following:

- www.bcsc.bc.ca
- www.albertasecurities.com
- www.osc.gov.on.ca

- www.lautorite.qc.ca
- www.msc.gov.mb.ca
- www.nbsc-cvmnb.ca
- www.gov.ns.ca/nssc

In some jurisdictions, ministerial approvals are required for the implementation of the DRO Consequential Amendments. Subject to obtaining all necessary approvals, the DRO Consequential Amendments will come into force on **May 31, 2013**.

Substance and Purpose of the DRO Consequential Amendments

The DRO Consequential Amendments are adopted in order to fully implement the regulatory framework set out in *Regulation 25-101 respecting Designated Rating Organizations (Regulation 25-101)*, which came into effect on April 20, 2012¹. Regulation 25-101 imposes requirements on those credit rating agencies or organizations (**CROs**) that wish to have their credit ratings eligible for use in securities legislation by requiring them to apply to become a “designated rating organization” (**DRO**) and adhere to rules concerning conflicts of interest, governance, conduct, compliance, and required filings. This regulatory framework is consistent with international regimes applicable to CROs².

On October 31, 2012, the CSA designated each of DBRS Limited, Fitch, Inc., Moody's Canada Inc., and Standard & Poor's Rating Services (Canada) (the **Applicants**) pursuant to the requirements of Regulation 25-101³. The designation orders were granted on the basis that:

- The Applicants are in compliance in all material respects with Regulation 25-101 and the securities legislation applicable to credit rating organizations in each jurisdiction of Canada,
- The Applicants have filed all documentation required under Regulation 25-101, and
- Upon being designated as DROs, the Applicants are subject to the requirements set out in securities legislation in each jurisdiction of Canada.

¹ Except in Saskatchewan where Regulation 25-101 came into force on August 15, 2012.

² On October 5, 2012, the European Commission granted a decision on the recognition of the legal and supervisory regime for CROs set out in Regulation 25-101 as equivalent to the requirements of *Regulation (EC) No 1060/2009 on credit rating agencies* for recognizing credit ratings issued by CROs outside of the European Union. A copy of the equivalence decision is available on the website of the Official Journal of the European Union at: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2012:278:0017:0018:EN:PDF>.

³ The CSA also granted interim designation orders on April 30, 2012, to each Applicant, which designated the Applicant as a DRO and exempted the Applicant from the provisions of Regulation 25-101 for six months to allow the Applicant to review and amend, if necessary, its policies, practices, and internal controls in order to be compliant in all material respects with Regulation 25-101.

Canadian securities legislation also includes a number of references to credit ratings. The DRO Consequential Amendments replace the current existing references to “approved rating organization”, and “approved credit rating organization” with “designated rating organization”. Similarly, the terms “approved rating” and “approved credit rating” are replaced with “designated rating”.

Summary of Written Comments Received by the CSA

The comment period for the DRO Consequential Amendments expired on October 24, 2012, and we received submissions from two commenters. We have considered these comments and we thank the commenters. A list of the commenters and a summary of their comments, together with our response, are contained in Appendix A to this notice.

Summary of Changes to the Proposed Materials

We have added additional guidance to *Policy Statement to Regulation 44-101 respecting Short Form Prospectus Distributions (Policy Statement to Regulation 44-101)* and *Policy Statement to Regulation 81-102 respecting Mutual Funds (Policy Statement to Regulation 81-102)* indicating that it is reasonable to interpret the predecessor terms “approved credit rating”, “approved rating” and “approved credit rating organization” as having the same meaning as their respective successor terms, “designated rating” and “designated rating organization”. This additional guidance is intended to clarify that the DRO Consequential Amendments should not impact existing agreements, such as trust indentures or other private contracts, that were entered into before the date the DRO Consequential Amendments come into force.

Local Notices and Amendments

Certain jurisdictions are publishing other information required by local securities legislation or regarding amendments to local securities legislation as an appendix to this notice.

Questions

If you have any questions, please refer them to any of the following:

Lucie J. Roy
Senior Policy Advisor
Direction de la réglementation
Surintendance aux marchés des valeurs
Autorité des marchés financiers
514-395-0337, ext. 4464
lucie.roy@lautorite.qc.ca

Frédéric Duguay
Legal Counsel, Corporate Finance
Ontario Securities Commission
416-593-3677
fduguay@osc.gov.on.ca

Ashlyn D'Aoust
Legal Counsel, Corporate Finance
Alberta Securities Commission
403-355-4347
ashlyn.daoust@asc.ca

Katie DeBartolo
Accountant, Corporate Finance
Ontario Securities Commission
416-593-2166
kdebartolo@osc.gov.on.ca

Sheryl Thomson
Senior Legal Counsel, Legal Services
Corporate Finance
British Columbia Securities Commission
604-899-6778
sthomson@bcsc.bc.ca

APPENDIX A

SUMMARY OF COMMENTS AND RESPONSE ON NOTICE AND REQUEST FOR COMMENT

PROPOSED DRO CONSEQUENTIAL AMENDMENTS PUBLISHED JULY 26, 2012

This appendix summarizes the written public comments we received on the DRO Consequential Amendments. It also sets out our response to those comments.

List of Parties Commenting on the DRO Consequential Amendments

- Osler, Hoskin & Harcourt LLP
- Stikeman Elliott LLP

General Comments

Two commenters are concerned that the DRO Consequential Amendments will create unintended adverse consequences for existing agreements, such as trust indentures or other private contracts, which include references to “approved credit rating” and “approved credit rating organization”. The commenters are concerned that if the DRO Consequential Amendments are adopted as proposed, such agreements may need to be amended, which would create uncertainty and additional costs.

The commenters suggest that we include a provision in the DRO Consequential Amendments that recognizes the terms “approved credit rating” and “approved credit rating organization” as interchangeable with “designated rating” and “designated rating organization or its DRO affiliate” for any agreements entered into before the date the DRO Consequential Amendments come into force.

Response: We have added language to Policy Statement to Regulation 44-101 indicating that it is reasonable to interpret the predecessor terms “approved credit rating”, “approved rating” and “approved credit rating organization” as having the same meaning as their respective successor terms, “designated rating” and “designated rating organization”. We have also added similar language to Policy Statement to Regulation 81-102.

**AMENDMENT TO POLICY STATEMENT TO REGULATION 21-101
RESPECTING MARKETPLACE OPERATION**

1. Section 10.1 of *Policy Statement to Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation* is amended by replacing paragraph (6) with the following:

“(6) An “investment grade corporate debt security” is a corporate debt security that is rated by a designated rating organization, or its DRO affiliate, that is at or above one of the following rating categories or that is at or above a category that preceded or replaces one of the following rating categories:

Designated Rating Organization	Long Term Debt	Short Term Debt
DBRS Limited	BBB	R-2
Fitch, Inc.	BBB	F3
Moody’s Canada Inc.	Baa	Prime-3
Standard & Poor’s Ratings Services (Canada)	BBB	A-3

”.

REGULATION TO AMEND REGULATION 31-103 RESPECTING REGISTRATION REQUIREMENTS, EXEMPTIONS AND ONGOING REGISTRANT OBLIGATIONS

Securities Act
(chapter V-1.1, s. 331.1, par. (1), (11) and (34))

1. Section 8.21 of Regulation 31-103 respecting Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations is amended:

(1) in paragraph (1):

(a) by replacing, in the definition of the expression “approved credit rating”, the words “approved credit” with the word “designated”;

(b) by replacing, in the definition of the expression “approved credit rating organization”, the words “approved credit” with the word “designated”;

(c) by inserting, after the definition of the expression “designated rating organization”, the following:

““DRO affiliate” has the same meaning as in section 1 of Regulation 25-101 respecting Designated Rating Organizations (R.R.Q., c. V-1.1, r. 8.1);”;

(2) by replacing, in subparagraph (b) of paragraph (2), the words “an approved credit rating from an approved credit rating organization” with the words “a designated rating from a designated rating organization or its DRO affiliate”.

2. Schedule 1 of Form 31-103F1 of the Regulation is amended by replacing, in subparagraph (i) of subparagraph (a) of paragraph (2), the words “Moody’s Investors Service, Inc. or Standard & Poor’s Corporation” with the words “Moody’s Canada Inc. or its DRO affiliate or Standard & Poor’s Rating Services (Canada) or its DRO affiliate”.

3. This Regulation comes into force on May 31, 2013.

**REGULATION TO AMEND REGULATION 33-109 RESPECTING
REGISTRATION INFORMATION**

Securities Act
(chapter V-1.1, s. 331.1, par. (1))

1. Form 33-109F1 of Regulation 33-109 respecting Registration Information is amended by replacing, in the French text of point 7 of item 5, the words “activités parallèles” with the words “activités professionnelles”.
2. Form 33-109F6 of the Regulation is amended:
 - (1) by replacing, in the French text of item 7.1, the word “Pays” with the word “Territoire”;
 - (2) by replacing, in subparagraph (i) of subparagraph (a) of Schedule 1 of Form 31-103F1, the words “Moody’s Investors Service, Inc. or Standard & Poor’s Corporation” with the words “Moody’s Canada Inc. or its DRO affiliate or Standard & Poor’s Rating Services (Canada) or its DRO affiliate”.
3. This Regulation comes into force on May 31, 2013.

REGULATION TO AMEND REGULATION 41-101 RESPECTING GENERAL PROSPECTUS REQUIREMENTS

Securities Act
(chapter V-1.1, s. 331.1, par. (11) and (34))

1. Section 1.1 of Regulation 41-101 respecting General Prospectus Requirements is amended:

(1) by replacing, in the definition of the expression “approved rating organization”, the word “approved” with the word “designated”;

(2) by inserting, after the definition of the expression “designated foreign jurisdiction”, the following:

““DRO affiliate” has the same meaning as in section 1 of Regulation 25-101 respecting Designated Rating Organizations (R.R.Q., c. V-1.1, r. 8.1);”.

2. Section 7.2 of the Regulation is amended by replacing, in paragraph (2), the words “approved rating organization” with the words “designated rating organization or its DRO affiliate”.

3. Section 10.1 of the Regulation is amended by replacing, in paragraph (4), the words “an approved rating organization” with the words “a designated rating organization or its DRO affiliate”.

4. Form 41-101F1 of the Regulation is amended by replacing paragraph (3) of item 22.1 with the following:

“(3) For the purposes of subsection (2), “order” means any of the following, if in effect for a period of more than 30 consecutive days:

(a) a cease trade order,

(b) an order similar to a cease trade order, or

(c) an order that denied the relevant person access to any exemption under securities legislation.”.

5. This Regulation comes into force on May 31, 2013.

REGULATION TO AMEND REGULATION 44-101 RESPECTING SHORT FORM PROSPECTUS DISTRIBUTIONS

Securities Act
(chapter V-1.1, s. 331.1, par. (1), (6), (8) and (34))

1. Section 1.1 of Regulation 44-101 respecting Short Form Prospectus Distributions is amended:

(1) by replacing the definition of the expression “approved rating” with the following:

““designated rating” means, for a security, a rating issued by a designated rating organization, or its DRO affiliate, that is at or above one of the following rating categories or that is at or above a category that replaces one of the following rating categories:

Designated Rating Organization	Long Term Debt	Short Term Debt	Preferred Shares
DBRS Limited	BBB	R-2	Pfd-3
Fitch, Inc.	BBB	F3	BBB
Moody’s Canada Inc.	Baa	Prime-3	“baaa”
Standard & Poor’s Ratings Services (Canada)	BBB	A-3	P-3

(2) in the definition of the expression “cash equivalent”:

(a) by replacing, in paragraph (b), the words “an approved rating” with the words “a designated rating”;

(b) by replacing, in paragraph (c), the words “an approved rating from any approved rating organization” with the words “a designated rating from any designated rating organization or its DRO affiliate”;

(3) by inserting, after the definition of the expression “current annual financial statements”, the following:

““designated rating organization” means

(a) each of DBRS Limited, Fitch, Inc., Moody’s Canada Inc., Standard & Poor’s Ratings Services (Canada), including their DRO affiliates; or

(b) any other credit rating organization that has been designated under securities legislation;

““DRO affiliate” has the same meaning as in section 1 of Regulation 25-101 respecting Designated Rating Organizations (R.R.Q., c. V-1.1, r. 8.1);”.

2. Sections 2.3, 2.4 and 2.6 of the Regulation are amended by replacing, wherever they occur, the word “approved” with the word “designated”, the words “an approved” with the words “a designated”, and the words “rating organization” with the words “rating organization or its DRO affiliate”.

3. Form 44-101F1 of the Regulation is amended:

(1) by replacing, in item 7.9, the words “securities of the issuer that are outstanding, or will be outstanding,” with the words “the securities being distributed”;

(2) by replacing paragraph (3) of item 16.1 with the following:

“(3) For the purposes of subsection (2), “orders” means any of the following, if in effect for a period of more than 30 consecutive days:

- (a) a cease trade order,
- (b) an order similar to a cease trade order, or
- (c) an order that denied the relevant person access to any exemption under securities legislation.”.

4. This Regulation comes into force on May 31, 2013.

**AMENDMENTS TO POLICY STATEMENT TO REGULATION 44-101
RESPECTING SHORT FORM PROSPECTUS DISTRIBUTIONS**

1. Section 1.7 of *Policy Statement to Regulation 44-101 respecting Short Form Prospectus Distributions* is amended:

(1) by replacing, in paragraph (1), the words “Approved rating” with the words “Designated rating” and, wherever they occur, the words “an approved rating” with the words “a designated rating” and the words “rating agency” with the words “designated rating organization or its DRO affiliate”;

(2) by inserting, after paragraph (1), the following:

“(1.1) **Predecessor terms** – We recognize there are existing contracts that use the predecessor terms “approved credit rating”, “approved rating” and “approved credit rating organization”. The content of the new definitions “designated rating” and “designated rating organization” is substantially the same as the content of their respective predecessor terms, only the terminology has changed. Therefore, it is reasonable to interpret the predecessor terms as having the same meaning as the definition of “designated rating” and “designated rating organization” in Regulation 44-101, as applicable.

2. Section 2.2 of the *Policy Statement* is amended by replacing, in paragraph (1), the word “approved” with the word “designated”.

3. Section 2.4 of the *Policy Statement* is amended, in subparagraph (2) of paragraph (2), by replacing, wherever they occur, the words “an approved rating” with the words “a designated rating”, and by replacing the words “approved rating organization” with the words “designated rating organization or its DRO affiliate”.

REGULATION TO AMEND REGULATION 44-102 RESPECTING SHELF DISTRIBUTIONS

Securities Act
(chapter V-1.1, s. 331.1, par. (1) and (6))

1. Sections 2.3, 2.4 and 2.6 of Regulation 44-102 respecting Shelf Distributions are amended by replacing, wherever they occur, the word “approved” with the word “designated”, the word “Approved” with the word “Designated”, the words “an approved” with the words “a designated” and the words “rating organization” with the words “rating organization or its DRO affiliate”.
2. This Regulation comes into force on May 31, 2013.

**AMENDMENT TO POLICY STATEMENT TO REGULATION 44-102
RESPECTING SHELF DISTRIBUTIONS**

1. Section 2.6 of *Policy Statement to Regulation 44-102 respecting Shelf Distributions* is amended, in paragraph (2), by replacing the words “approved rating organizations” with the words “designated rating organizations or their DRO affiliates”.

REGULATION TO AMEND REGULATION 45-106 RESPECTING PROSPECTUS AND REGISTRATION EXEMPTIONS

Securities Act
(chapter V-1.1, s. 331.1, par. (11) and (34))

1. Section 1.1 of Regulation 45-106 respecting Prospectus and Registration Exemptions is amended:

(1) by replacing, in the definition of the expression “approved credit rating”, the words “approved credit” with the word “designated”;

(2) by replacing, in the definition of the expression “approved credit rating organization”, the words “approved credit” with the word “designated”;

(3) by inserting, after the definition of the expression “director”, the following:

““DRO affiliate” has the same meaning as in section 1 of Regulation 25-101 respecting Designated Rating Organizations (R.R.Q., c. V-1.1, r. 8.1);”.

2. Section 2.34 of the Regulation is amended by replacing, in subparagraph (b) of paragraph (2), the words “an approved credit rating from an approved credit rating organization” with the words “a designated rating from a designated rating organization or its DRO affiliate”.

3. Section 2.35 of the Regulation is amended by replacing paragraph (b) with the following:

“(b) has a designated rating from a designated rating organization or its DRO affiliate.”.

4. Section 3.34 of the Regulation is amended by replacing, in subparagraph (b) of paragraph (2), the words “an approved credit rating from an approved credit rating organization” with the words “a designated rating from a designated rating organization or its DRO affiliate”.

5. Section 3.35 of the Regulation is amended by replacing paragraph (b) with the following:

“(b) has a designated rating from a designated rating organization or its DRO affiliate.”.

6. This Regulation comes into force on May 31, 2013.

REGULATION TO AMEND REGULATION 51-102 RESPECTING CONTINUOUS DISCLOSURE OBLIGATIONS

Securities Act
(chapter V-1.1, s. 331.1, par. (1) and (34))

1. Section 1.1 of Regulation 51-102 respecting Continuous Disclosure Obligations is amended:

(1) by replacing the definition of the expression “approved rating organization” with the following:

““designated rating organization” means

(a) each of DBRS Limited, Fitch, Inc., Moody’s Canada Inc., Standard & Poor’s Ratings Services (Canada), including their DRO affiliates; or

(b) any other credit rating organization that has been designated under securities legislation;”;

(2) by inserting, after the definition of the expression “date of transition”, the following:

““DRO affiliate” has the same meaning as in section 1 of Regulation 25-101 respecting Designated Rating Organizations (c. V-1.1, r. 8.1);”.

2. Form 51-102F2 of the Regulation is amended by replacing, paragraph (1.1) of item 10.2 with the following:

“(1.1) For the purposes of subsection (1), “order” means any of the following, if in effect for a period of more than 30 consecutive days:

(a) a cease trade order;

(b) an order similar to a cease trade order; or

(c) an order that denied the relevant company access to any exemption under securities legislation.”.

3. This Regulation comes into force on May 31, 2013.

AMENDMENT TO NATIONAL POLICY 51-201: DISCLOSURE STANDARDS

1. Section 3.3 of *National Policy 51-201: Disclosure Standards* is amended by replacing, in paragraph (7), the words “approved rating agencies” with the words “designated rating organizations” and, in note 19, the word “approved” with the word “designated”.

REGULATION TO AMEND REGULATION 81-101 RESPECTING MUTUAL FUND PROSPECTUS DISCLOSURE

Securities Act
(chapter V-1.1, s. 331.1, par. (11))

1. Section 2.6 of Regulation 81-101 respecting Mutual Fund Prospectus Disclosure is amended by replacing, in paragraph (4), the words “an approved rating organization” with the words “a designated rating organization or its DRO affiliate”.
2. This Regulation comes into force on May 31, 2013.

REGULATION TO AMEND REGULATION 81-102 RESPECTING MUTUAL FUNDS

Securities Act
(chapter V-1.1, s. 331.1, par. (1), (11), (16), (17) and (34))

1. Section 1.1 of Regulation 81-102 respecting Mutual Funds is amended:

(1) by replacing the definition of the expression “approved credit rating” with the following:

““designated rating” means, for a security or instrument, a rating issued by a designated rating organization, or its DRO affiliate, that is at or above one of the following rating categories, or that is at or above a category that replaces one of the following rating categories, if

(a) there has been no announcement by the designated rating organization or its DRO affiliate of which the mutual fund or its manager is or reasonably should be aware that the rating of the security or instrument to which the designated rating was given may be down-graded to a rating category that would not be a designated rating, and

(b) no designated rating organization or any of its DRO affiliates has rated the security or instrument in a rating category that is not a designated rating:

Designated Rating Organization	Commercial Paper/ Short Term Debt	Long Term Debt
DBRS Limited	R-1 (low)	A
Fitch, Inc.	F1	A
Moody’s Canada Inc.	P-1	A2
Standard & Poor’s Ratings Services (Canada)	A-1 (Low)	A

(2) by replacing the definition of the expression “approved credit rating organization” with the following:

““designated rating organization” means

(a) each of DBRS Limited, Fitch, Inc., Moody’s Canada Inc., and Standard & Poor’s Ratings Services (Canada), including their DRO affiliates; or

(b) any other credit rating organization that has been designated under securities legislation;”;

(3) by replacing, in paragraph (f) of the definition of the expression “cash cover”, the words “an approved credit rating” with the words “a designated rating”;

(4) in the definition of the expression “cash equivalent”:

(a) by replacing, in paragraph (b), the words “an approved credit rating” with the words “a designated rating”;

(b) by replacing, in paragraph (c), the words “an approved credit rating organization have an approved credit rating” with the words “a designated rating organization or its DRO affiliate have a designated rating”;

(5) by inserting, after the definition of the expression “delta”, the following:

““DRO affiliate” has the same meaning as in section 1 of Regulation 25-101 respecting Designated Rating Organizations (R.R.Q., c. V-1.1, r. 8.1);”;

(6) by replacing, wherever they occur in the definition of the expression “floating rate evidence of indebtedness”, the words “an approved credit rating” with the words “a designated rating”;

(7) by replacing, in subparagraph (iii) of paragraph (d) of the definition of the expression “money market fund”, the words “an approved credit rating” with the words “a designated rating”;

(8) in the definition of the expression “qualified security”:

(a) in paragraph (a):

(i) by replacing, in subparagraph (ii), the words “an approved credit rating” with the words “a designated rating”;

(ii) by replacing, in subparagraph (iii), the words “an approved credit rating organization have an approved credit rating” with the words “a designated rating organization or its DRO affiliate have a designated rating”;

(b) by replacing, in paragraph (b), the words “an approved credit rating” with the words “a designated rating”.

2. Section 2.7 of the Regulation is amended:

(1) by replacing, wherever they occur in paragraph (1), the words “an approved credit rating” with the words “a designated rating”;

(2) by replacing, in paragraph (2), the words “approved credit rating” with the words “designated rating”.

3. Section 2.12 of the Regulation is amended by replacing, in subparagraph (d) of subparagraph 6 of paragraph (1), the words “an approved credit rating organization have an approved credit rating” with the words “a designated rating organization or its DRO affiliate have a designated rating”.

4. Section 2.18 of the Regulation is amended by replacing, in subparagraph (iii) of subparagraph (a) of paragraph (1), the words “an approved credit rating” with the words “a designated rating”.

5. Section 4.1 of the Regulation is amended:

(1) by replacing, in subparagraph (b) of paragraph (4), the words “an approved rating by an approved credit rating organization” with the words “a designated rating by a designated rating organization or its DRO affiliate”;

(2) by replacing, in paragraph (4.1), the word “approved” with the word “designated”.

6. Section 15.3 of the Regulation is amended, in paragraph (5):

(1) by replacing, in subparagraph (a), the words “an approved credit rating organization” with the words “a designated rating organization or its DRO affiliate”;

(2) by replacing, in subparagraph (b), the words “approved credit rating organization” with the words “designated rating organization or any of its DRO affiliates”;

(3) by replacing subparagraph (c) with the following:

“(c) no designated rating organization or any of its DRO affiliates is currently rating the securities at a lower level.”.

7. This Regulation comes into force on May 31, 2013.

**AMENDMENT TO POLICY STATEMENT TO REGULATION 81-102
RESPECTING MUTUAL FUNDS**

1. *Policy Statement to Regulation 81-102 respecting Mutual Funds* is amended by inserting, after section 2.4, the following:

“2.4.1. Predecessor terms

We recognize there are existing contracts that use the predecessor terms “approved credit rating”, “approved rating” and “approved credit rating organization”. The content of the new definitions “designated rating” and “designated rating organization” is substantially the same as the content of their respective predecessor terms, only the terminology has changed. Therefore, it is reasonable to interpret the predecessor terms as having the same meaning as the definition of “designated rating” and “designated rating organization” in the Regulation, as applicable.”.

2. Section 3.1 of the Policy Statement is amended by replacing, wherever they occur in paragraph (4), the words “approved credit rating organizations” with the words “designated rating organizations or their DRO affiliates” and the words “Standard & Poor’s” with the words “Standard & Poor’s Rating Services (Canada) or its DRO affiliate”.

**REGULATION TO AMEND REGULATION 81-106 RESPECTING
INVESTMENT FUND CONTINUOUS DISCLOSURE**

Securities Act
(chapter V-1.1, s. 331.1, par. (1) and (8))

1. Section 3.5 of Regulation 81-106 respecting Investment Fund Continuous Disclosure is amended by replacing, in subparagraph (d) of paragraph (6), the words “approved credit” with the words “designated”.
2. This Regulation comes into force on May 31, 2013.