



Montréal, le 29 juin 2015

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

Objet : **Projet de Règlement modifiant le Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat (le Règlement 62-104) et le projet de modification de l'Instruction générale 62-203 relative aux offres publiques d'achat et de rachat (l'Instruction générale 62-203) (collectivement, le « Projet de modifications »)**

Me Beaudoin,

La Caisse de dépôt et placement du Québec (la « **Caisse** ») a pris connaissance du Projet de modifications et elle remercie les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « **ACVM** ») de lui donner l'opportunité de commenter ce Projet de modifications.

À propos de la Caisse

Conformément à sa loi constitutive, la Caisse gère des fonds provenant de ses déposants, principalement des régimes de retraite et d'assurance publics et privés. Elle est l'un des plus importants gestionnaires de fonds institutionnels au Canada.

La Caisse est l'un des plus importants actionnaires de sociétés inscrites sur la Bourse de Toronto et la Bourse de croissance TSX. À titre d'actionnaire à long terme des sociétés qu'elle détient, elle est particulièrement attentive à toute initiative réglementaire qui vient améliorer la gouvernance de ces sociétés et préserver ses droits à titre d'actionnaire.

Mise en contexte

Bien que les offres publiques d'achat non sollicitées soient peu fréquentes au Canada¹, lorsqu'elles surviennent, elles constituent un tel évènement perturbateur dans la vie

¹ Selon l'*Étude sur les OPA hostiles canadiennes*, datée de 2015 publiée par Fasken Martineau qui conclut que sur les quelques 3 700 émetteurs cotés en bourse au Canada, en moyenne, seulement 14 ont fait l'objet d'une offre publique d'achat non sollicitée au cours d'une année donnée pendant la période de dix ans visée par l'étude.

corporative d'une société cible que leur encadrement s'impose. Les droits des parties prenantes à cette opération, que ce soit l'initiateur, le conseil de la société cible ou ses actionnaires doivent être encadrés équitablement.

Rééquilibrage de la dynamique entre l'initiateur, le conseil de la société cible et les actionnaires

Une offre d'achat non sollicitée s'adresse en premier lieu aux actionnaires d'une société cible. Ces derniers doivent pouvoir se prononcer sur la meilleure offre possible.

C'est la raison pour laquelle l'encadrement des offres d'achat non sollicitées ne peut favoriser une des parties prenantes, l'initiateur de l'offre, au détriment d'une autre, le conseil d'administration de la société visée ou vice-versa.

Selon les ACVM, le Projet de modifications devrait améliorer la qualité et l'intégrité du régime des offres publiques d'achat notamment en rééquilibrant la dynamique actuelle entre l'initiateur d'une offre publique d'achat non sollicitée et le conseil de l'émetteur visé.

Pour y parvenir, les ACVM ajouteraient les éléments suivants au régime actuel régissant les offres publiques d'achat soit notamment :

- Une obligation de dépôt minimal de 50%;
- Une prolongation obligatoire de 10 jours;
- Un délai obligatoire de 120 jours, sous réserve de certaines exceptions permettant d'abrèger ce délai.

Nos commentaires porteront principalement sur les effets du délai obligatoire de 120 jours qui prolonge la période pendant laquelle une offre publique d'achat non sollicitée doit demeurer ouverte, de 35 à 120 jours.

Nous sommes d'avis que les autres mesures, notamment le dépôt minimal de 50% et la prolongation obligatoire de 10 jours, n'auront qu'un effet marginal sur le régime des offres d'achat. Nous constatons toutefois que le dépôt minimal proposé aura pour effet de décourager les offres partielles qui sont peu fréquentes.

Afin de nourrir notre réflexion, nous avons consulté plusieurs experts du marché canadien soit des gestionnaires et négociateurs à l'interne et à l'externe et nous partageons avec vous l'effet anticipé du Projet de modifications sur la dynamique de marché.

Le délai obligatoire de 120 jours

Il convient de rappeler que les opérations d'acquisition de sociétés publiques, qu'elles soient amicales ou hostiles, sont de plus en plus complexes notamment en raison des exigences réglementaires auxquelles elles sont assujetties.

Nous reconnaissons que le délai obligatoire de 120 jours accorderait au conseil de l'émetteur visé plus de temps pour réagir à une offre non sollicitée et qu'il lui permettrait de prendre le temps d'envisager des alternatives à cette offre. Cependant, nous constatons que le Projet de modifications ne prévoit pas de pouvoirs accrus pour ce

conseil pour leur donner davantage de force dans l'exercice de leurs pouvoirs fiduciaires du conseil d'administration. Il est important de rappeler que ce n'est pas parce qu'il y a une OPA que la société est nécessairement à vendre. Le conseil devrait pouvoir non seulement étudier l'offre mais également pouvoir agir en conséquence de son analyse, ce qui peut aller bien au-delà de la recherche d'autres offres. Le Projet de modifications ne donne pas une telle flexibilité au conseil.

La décision de l'actionnaire

Nous observons sur les marchés canadiens que les actionnaires se positionnent rapidement face à une offre d'achat. Les actionnaires sophistiqués vont vite déterminer la possibilité pour l'émetteur de trouver une offre supérieure et ainsi décider de conserver ou pas leurs titres.

Le prix offert et la contrepartie proposée par l'initiateur seront également déterminants dans la décision de l'actionnaire.

Nous observons que quelque soient les motivations des actionnaires, ils vont, dans les 48 heures de l'annonce de l'offre, prendre la décision de soit se départir de leurs actions et ainsi éviter toute incertitude soit, de les conserver dans l'espoir de la survenance d'une meilleure offre.

Ainsi, lorsque la contrepartie offerte est de l'argent comptant et que le cours du titre de la société cible se rapproche du prix d'acquisition (ajusté en tenant compte du temps anticipé pour la réalisation de l'offre), un actionnaire satisfait du rendement obtenu par les titres de la société, sera plus enclin à les vendre sur le marché.

Lorsque la contrepartie consiste en des titres de l'initiateur, l'actionnaire évaluera s'il désire avoir une exposition aux titres de cet initiateur. Si la réponse est négative, il choisira souvent de vendre les titres de la société cible lorsque le cours du titre se rapprochera de celui des titres de l'initiateur.

La majorité des investisseurs institutionnels souhaitent avoir un portefeuille de titres pleinement investi qui leur permet d'avoir une exposition aux marchés boursiers. S'il est incertain qu'une offre concurrente survienne sur l'émetteur dans les 120 jours de l'offre, les actionnaires liquideront les titres concernés pour les remplacer par un titre qui leur offrira une telle exposition au marché. En ce sens, nous pouvons penser que la période proposée de 120 jours, qui crée une incertitude plus longue que la période que nous observons actuellement, aura pour effet d'inciter les actionnaires à liquider rapidement les titres pour lesquels il y a une incertitude quant à la survenance d'une offre concurrente.

Force est donc de constater que la plupart des actionnaires adoptent une approche opportuniste dans leur analyse du rendement à être réalisé suite à l'offre, leur seul intérêt étant la maximisation de leur investissement. Contrairement aux administrateurs, les actionnaires n'ont aucun devoir fiduciaire à l'égard de la société et souvent, ils ne seront plus présents à l'expiration de la période de 120 jours. Les propositions du Projet de modifications ne traitent pas de ce problème.

En effet, l'on constate en général que seuls les actionnaires de contrôle, qui sont en mesure d'influer sur le processus d'offres concurrentes, resteront jusqu'à la fin du processus.

Par ailleurs, la présence d'arbitragistes vient influencer le processus. Le rôle premier de ces arbitragistes est de tirer un avantage maximum des fluctuations de la valeur des titres d'une société.

Ainsi, les actionnaires de l'émetteur, présents au moment de l'offre et n'étant plus là à son issue, sont remplacés par des arbitragistes ou de nouveaux actionnaires inconnus de l'émetteur. L'émetteur pourra difficilement obtenir le soutien de ces nouveaux actionnaires.

Aussi, nous constatons que le projet pourrait, dans certaines circonstances, désavantager le conseil d'administration car, les émetteurs sans actionnaires de contrôle, auront de nouveaux actionnaires et ceux-ci n'auront pas toujours le même alignement d'intérêt que la société.

Effet de l'allongement du délai sur l'initiateur

Au niveau de l'initiateur, l'on pourrait croire que les risques accrus qu'il pourrait subir, de par l'imposition de ce nouveau délai obligatoire de 120 jours, mèneraient à une baisse des offres d'achat non sollicitées. En effet, une période d'incertitude plus longue combinée à un coût de financement plus grand pourrait échauder certains initiateurs.

Or, selon notre observation du marché, dans le régime actuel des offres publiques d'achat un initiateur anticipe généralement des délais bien plus longs que 35 jours et son financement n'est que peu affecté par l'écoulement du temps. Nous ne croyons pas que ce délai plus long vienne considérablement affecter la décision d'un initiateur de lancer une offre d'achat non sollicitée.

Régimes de droits des actionnaires

Le Projet de modifications ne traite pas des régimes des droits des actionnaires ni des mesures de défense. On pourrait penser que si le Projet de modifications est adopté, les émetteurs seraient moins enclins à adopter un régime des droits des actionnaires. Ce régime n'aurait son utilité que pour contrer les offres faisant l'objet d'une dispense, ce type d'offre n'étant pas visé par le Projet de modifications.

Cependant, nous constatons que les régimes des droits des actionnaires contiennent parfois d'autres types de restrictions visant à limiter la possibilité pour des détenteurs de titres de solliciter des procurations, faire des propositions ou mener une contestation de procuration en créant un seuil déclencheur dans le plan advenant l'un de ces événements, ce seuil étant souvent inférieur à 20%. Ces clauses appelées « Voting Pill » trouvent application dans un contexte plus large que celui couvert par l'encadrement des OPA. Pour cette raison, nous croyons que les régimes des droits des actionnaires seront maintenus. Il y aurait donc lieu pour les ACVM d'examiner rapidement cette question afin d'encadrer ce que peut contenir un régime des droits des actionnaires.

Exception au délai de 120 jours en cas d'offre concurrente du type plan d'arrangement

Nous comprenons que le Projet de modifications prévoit que si une société annonce qu'elle a convenu de conclure un plan d'arrangement, alors le délai minimal de 120 jours sera automatiquement réduit à 35 jours pour toutes les OPA en cours ou subséquentes.

Les ACVM considèrent que le maintien du délai de 120 jours aurait pour effet de porter préjudice aux initiateurs existants ou à ceux qui envisagent de faire une offre après l'annonce du plan d'arrangement.

Bien que l'encadrement du plan d'arrangement relève du droit corporatif, cet aspect nous préoccupe dans la mesure où les plans d'arrangement sont souvent négociés et conclus dans un environnement complexe.

Une société qui conclut un plan d'arrangement est souvent fragilisée et dans un processus de repositionnement. Les parties à ce plan d'arrangement y ont consacré des efforts importants. Un initiateur pourrait donc bénéficier de ces efforts en se référant aux documents déposés en appui au plan d'arrangement et l'offre de cet initiateur pourrait, théoriquement, être clôturée avant l'approbation du plan d'arrangement.

Nous sommes préoccupés qu'un initiateur concurrent puisse bénéficier d'une période raccourcie dans un moment de vulnérabilité de la société.

Les parties intéressées à conclure un plan d'arrangement devront analyser minutieusement le moment de l'annonce du plan et la divulgation d'information pouvant servir à un initiateur hostile.

Veuillez agréer, Madame, l'expression de nos sentiments les plus distingués.


Marie Giguère
Première Vice-présidente, Affaires juridiques et secrétariat