

## Avis 62-306 des ACVM

**Le point sur le projet de *Règlement 62-105 sur les régimes de droits des porteurs* et sur le document de consultation de l'Autorité, *Un regard différent sur l'intervention des autorités en valeurs mobilières dans les mesures de défense***

**Le 11 septembre 2014**

**Introduction**

Le 14 mars 2013, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « **ACVM** » ou « **nous** ») ont publié pour consultation le projet de *Règlement 62-105 sur les régimes de droits des porteurs* et le projet d'*Instruction générale relative au Règlement 62-105 sur les régimes de droits des porteurs* (ensemble, la « **proposition des ACVM** »). L'Autorité des marchés financiers (l'« **Autorité** »), tout en participant à la publication pour consultation de la proposition des ACVM, a publié simultanément un document de consultation intitulé *Un regard différent sur l'intervention des autorités en valeurs mobilières dans les mesures de défense* (la « **proposition de l'Autorité** »). Le présent avis fait le point sur la réflexion des ACVM à propos des deux propositions d'encadrement des mesures de défense et sur la démarche réglementaire qu'elles proposent désormais de suivre.

Les deux propositions visaient à répondre, par des moyens différents, aux préoccupations soulevées par la manière actuelle dont les ACVM révisent les mesures de défense que les conseils d'administration des émetteurs visés par une offre publique d'achat (« OPA ») non sollicitée ou « hostile » adoptent en réaction à l'offre ou en prévision d'une telle offre.

Actuellement, les autorités en valeurs mobilières du Canada révisent les mesures de défense en fonction de leur pouvoir respectif d'intervenir dans l'intérêt public, à partir des indications fournies dans l'*Avis 62-202 relatif aux mesures de défense contre une offre publique d'achat* (l'« **avis sur les mesures de défense** »). La proposition des ACVM et celle de l'Autorité ont été élaborées dans l'optique de revoir l'application de cet avis par les autorités en valeurs mobilières pour répondre à l'évolution du contexte après la mise en œuvre de celui-ci.

**Nouvelle proposition de modifications harmonisée en matière d'OPA**

À la lumière des commentaires reçus et après mûre réflexion et analyse, les ACVM ont décidé de ne pas donner suite à leur proposition et l'Autorité a fait de même avec la sienne. Les ACVM entendent plutôt publier pour consultation, sous réserve des approbations nécessaires, une nouvelle proposition réglementaire harmonisée s'appuyant sur une modification du régime des OPA prévu par le *Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat* (dans les territoires autres que l'Ontario) ainsi que par la Partie XX de la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario et la *Rule 62-504 Take-Over Bids and Issuer Bids* de la Commission des valeurs

mobilières de l'Ontario (dans ce territoire) (collectivement, le « **projet de modification du régime des OPA** »).

Le projet de modification du régime des OPA répondra à des préoccupations clés relevées dans les deux propositions, enrichies des commentaires reçus. En général, il visera à donner aux actionnaires plus de latitude pour prendre des décisions délibérées, informées et concertées en réponse à une offre et à accorder plus de temps aux conseils d'administration des émetteurs visés pour réagir, dans l'objectif de rééquilibrer la dynamique qui s'est installée entre les conseils d'administration et les initiateurs des OPA hostiles.

En particulier, le projet de modification du régime des OPA exigerait que toutes les OPA ne faisant pas l'objet d'une dispense :

- 1) soient subordonnées à la condition que l'initiateur ne puisse prendre livraison de quelque titre que ce soit en vertu de l'offre avant que plus de 50 % de tous les titres visés en circulation qui appartiennent à d'autres personnes que l'initiateur et ses alliés ou qui sont détenus par de telles personnes soient déposés et que leur dépôt ne soit pas révoqué;
- 2) soient prolongées de 10 jours par l'initiateur une fois que celui-ci a rempli la condition de dépôt minimal et qu'il annonce son intention de procéder immédiatement à la prise de livraison et au règlement des titres déposés en réponse à l'offre;
- 3) demeurent ouvertes au moins 120 jours, sous réserve de la capacité du conseil d'administration de l'émetteur visé d'abrèger la période minimale à pas moins de 35 jours, de façon non discriminatoire en cas d'offres multiples.

Pour le moment, les ACVM n'envisagent aucune modification aux dispenses existantes relativement aux OPA ni à l'avis sur les mesures de défense.

Sous réserve des approbations nécessaires, nous publierons pour consultation les détails complets du projet de modification du régime des OPA et de son application.

## **Survol de la proposition des ACVM et de la proposition de l'Autorité**

### *La proposition des ACVM*

L'objet de la proposition des ACVM était d'instaurer une réglementation des régimes de droits des porteurs (les « **régimes de droits** ») adoptés par les conseils d'administration des émetteurs visés en réponse aux OPA hostiles ou en prévision de celles-ci. Les régimes de droits sont la forme la plus commune de mesure de défense ainsi adoptée et la politique actuelle des ACVM consiste habituellement à prononcer à leur endroit une interdiction d'opérations dans les 45 à 55 jours suivant le lancement de l'OPA hostile.

La proposition des ACVM aurait consisté à permettre aux conseils d'administration de maintenir un régime de droits adopté en réaction à une OPA hostile s'il avait été approuvé à la majorité des voix rattachées aux titres de capitaux propres ou comportant droit de vote de l'émetteur visé (à

l'exclusion de ceux de l'initiateur et de ses alliés) soit en réaction à l'OPA, soit lors de la dernière assemblée annuelle de l'émetteur. La proposition des ACVM prévoyait qu'en règle générale, les autorités en valeurs mobilières s'abstiendraient de prononcer une interdiction d'opérations à l'endroit d'un régime de droits adopté en vertu de cette proposition si les porteurs avaient approuvé le régime dans les 90 jours suivant son adoption par le conseil d'administration ou le lancement de l'OPA hostile.

L'intention derrière la proposition des ACVM était de répondre aux préoccupations quant à l'utilité, pour l'émetteur visé, d'un régime de droits adopté en réaction à une OPA hostile, tout en veillant à ce que la majorité des porteurs de titres de capitaux propres ou comportant droit de vote de l'émetteur appuient l'application du régime proposé par le conseil d'administration. La proposition des ACVM aurait potentiellement donné plus de temps au conseil d'administration pour exercer son pouvoir discrétionnaire en réponse à une OPA hostile, permis aux porteurs de titres de l'émetteur visé de parvenir de manière efficace à une décision concertée au sujet de l'OPA en approuvant un régime de droits, et harmonisé encore davantage l'examen des régimes de droits entre les ACVM.

#### *La proposition de l'Autorité*

La proposition des ACVM ne portait que sur le recours aux régimes de droits par les conseils d'administration des émetteurs visés, tandis que celle de l'Autorité abordait des questions plus fondamentales concernant la réglementation des mesures de défense au Canada, y compris le rôle des conseils d'administration réagissant aux OPA non sollicitées et le déséquilibre structurel entre ceux-ci et les initiateurs, et visait à recueillir des commentaires sur les modifications au régime des OPA qui y étaient présentées.

La proposition de l'Autorité traitait trois grandes préoccupations à l'égard du régime actuel des OPA et de l'application de l'avis sur les mesures de défense :

- 1) le régime des OPA est devenu trop favorable aux initiateurs, ce qui contrevient à son objectif de préserver la neutralité entre l'initiateur, d'une part, et le conseil d'administration et la direction de l'émetteur visé, d'autre part;
- 2) l'avis sur les mesures de défense est appliqué à mauvais escient pour limiter la capacité du conseil d'administration de l'émetteur visé d'exercer ses obligations fiduciaires, notamment maximiser la valeur pour les porteurs dans le long terme;
- 3) le régime des OPA est structurellement coercitif pour les porteurs de titres de l'émetteur visé parce qu'il ne leur permet pas de prendre de décision concertée à propos de l'opération.

Pour répondre à ces préoccupations, la proposition de l'Autorité envisageait deux changements. Premièrement, elle préconisait le remplacement de l'avis sur les mesures de défense par une nouvelle instruction générale qui aurait reconnu l'obligation fiduciaire dont le conseil d'administration doit s'acquitter envers l'émetteur visé lorsqu'il réagit à une OPA hostile. La nouvelle instruction générale aurait limité l'intervention des autorités en valeurs mobilières aux

cas dans lesquels les porteurs se trouvent privés de leur droit de considérer une offre faite de bonne foi parce que le conseil n'aurait pas pris de mesures pour gérer ses conflits d'intérêts et le risque d'enracinement.

Deuxièmement, la proposition de l'Autorité envisageait de modifier le régime des OPA pour imposer une condition de dépôt minimal de plus de 50 % de tous les titres visés en circulation qui appartiennent à d'autres personnes que l'initiateur et ses alliés ou qui sont détenus par de telles personnes, de même qu'une prolongation obligatoire de l'offre de 10 jours à la suite de l'annonce de la réalisation de cette condition afin de donner aux porteurs restants l'occasion de déposer leurs titres.

### **Commentaires du public sur la proposition des ACVM et la proposition de l'Autorité**

La période de consultation sur la proposition des ACVM et la proposition de l'Autorité s'est terminée le 12 juillet 2013. Nous avons reçu environ 70 mémoires de la part de divers participants au marché, notamment des émetteurs, des investisseurs institutionnels, des associations sectorielles et des cabinets d'avocats représentant une grande diversité d'opinions. De nombreux intervenants ont présenté des commentaires de fond, des informations et d'autres pistes de réflexion qui se sont révélés utiles. Nous avons examiné les commentaires et remercions tous les intervenants pour leur contribution.

Nous entendons fournir un résumé général des commentaires reçus lorsque nous publierons le projet de modification du régime des OPA pour consultation, sous réserve des approbations nécessaires.

### **Prochaines étapes**

Nous sommes à élaborer le projet de modification du régime des OPA et, sous réserve des approbations nécessaires, comptons le publier pour consultation dans le premier trimestre de 2015.

### **Questions**

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

*Autorité des marchés financiers*

Lucie J. Roy  
Directrice principale du financement des sociétés  
Autorité des marchés financiers  
514 395-0337, poste 4361  
Sans frais : 1 877 525-0037  
[Lucie.roy@lautorite.qc.ca](mailto:Lucie.roy@lautorite.qc.ca)

Diana D'Amata  
Conseillère en réglementation  
Autorité des marchés financiers  
514 395-0337, poste 4386  
Sans frais : 1 877 525-0037  
[Diana.damata@lautorite.qc.ca](mailto:Diana.damata@lautorite.qc.ca)

Andrée-Anne Arbour-Boucher  
Analyste-experte en financement des sociétés  
Direction du financement des sociétés  
Autorité des marchés financiers  
514 395-0337, poste 4394  
Sans frais : 1 877 525-0037  
[Andree-anne.arbour-boucher@lautorite.qc.ca](mailto:Andree-anne.arbour-boucher@lautorite.qc.ca)

*Commission des valeurs mobilières de l'Ontario*

Naizam Kanji  
Deputy Director, Corporate Finance  
Head, Mergers & Acquisitions and Shareholder Rights  
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario  
416 593-8060  
[nkanji@osc.gov.on.ca](mailto:nkanji@osc.gov.on.ca)

Jason Koskela  
Senior Legal Counsel  
Mergers & Acquisitions and Shareholder Rights  
Corporate Finance Branch  
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario  
416 595-8922  
[jkoskela@osc.gov.on.ca](mailto:jkoskela@osc.gov.on.ca)

Adeline Lee  
Legal Counsel  
Mergers & Acquisitions and Shareholder Rights  
Corporate Finance Branch  
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario  
416 595-8945  
[alee@osc.gov.on.ca](mailto:alee@osc.gov.on.ca)

*British Columbia Securities Commission*

Gordon Smith  
Senior Legal Counsel, Corporate Finance  
British Columbia Securities Commission  
604 899-6656

Sans frais au Canada : 1 800 373-6393  
[gsmith@bcsc.bc.ca](mailto:gsmith@bcsc.bc.ca)

Leslie Rose  
Senior Legal Counsel, Corporate Finance  
British Columbia Securities Commission  
604 899-6654  
Sans frais au Canada : 1 800 373-6393  
[lrose@bcsc.bc.ca](mailto:lrose@bcsc.bc.ca)

*Alberta Securities Commission*

Ashlyn D' Aoust  
Legal Counsel  
Corporate Finance  
403 355-4347  
[Ashlyn.daoust@asc.ca](mailto:Ashlyn.daoust@asc.ca)

Tracy Clark  
Legal Counsel  
Corporate Finance  
403 355-4424  
[tracy.clark@asc.ca](mailto:tracy.clark@asc.ca)

*Financial and Consumer Affairs Authority (Saskatchewan)*

Sonne Udemgba  
Deputy Director, Legal, Securities Division  
Financial and Consumer Affairs Authority (Saskatchewan)  
306 787-5879  
[sonne.udemgba@gov.sk.ca](mailto:sonne.udemgba@gov.sk.ca)

*Commission des valeurs mobilières du Manitoba*

Chris Besko  
Acting General Counsel & Acting Director  
Commission des valeurs mobilières du Manitoba  
204 945-2561  
[chris.besko@gov.mb.ca](mailto:chris.besko@gov.mb.ca)