

Les Cahiers de droit



Le droit des valeurs mobilières et le retour des compagnies publiques au statut de compagnie privée

Robert Alain

Volume 20, Number 3, 1979

URI: <https://id.erudit.org/iderudit/042328ar>

DOI: <https://doi.org/10.7202/042328ar>

[See table of contents](#)

Publisher(s)

Faculté de droit de l'Université Laval

ISSN

0007-974X (print)

1918-8218 (digital)

[Explore this journal](#)

Cite this article

Alain, R. (1979). Le droit des valeurs mobilières et le retour des compagnies publiques au statut de compagnie privée. *Les Cahiers de droit*, 20(3), 539–582. <https://doi.org/10.7202/042328ar>

Article abstract

This article examines the « *going private* » phenomenon as it has developed in the United States and Canada over the past few years as well as its implications for Quebec law.

« *Going private* » transactions involve different means of corporate reorganization that allow a few controlling shareholders to eliminate, without adequate compensation, most other shareholders from further participation in a corporate body.

Such transactions are of interest to those who study company law or securities law as the methods employed often go beyond the spirit of both. The author attempts to demonstrate the role each can play in preventing abuses of minority rights. Corporate law, while ensuring majority rule, seeks to protect individual shareholders while securities law has developed to avoid the manipulation of individual shareholders in transactions involving securities.

The author believes that « *going private* » should take place only if full disclosure of the aims of the controlling group have been given to the minority, if there is a valid business purpose for *going private* and if the eliminated shareholders are treated fairly. Examples of these criteria are to be found in recent American, Canadian and Quebec jurisprudence as well as in the policy statements of the Securities Exchange Commission and the Ontario Securities Commission. These are analysed in relation to present Quebec law.

The author suggests that the Quebec Securities Commission should adopt a policy statement on « *going private* » similar to that of the OSC. This would be a better means of ensuring that the Quebec Securities Commission fulfill its role of promoting investor protection and an efficient securities market.

Le droit des valeurs mobilières et le retour des compagnies publiques au statut de compagnie privée*

Robert ALAIN **

This article examines the «going private» phenomenon as it has developed in the United States and Canada over the past few years as well as its implications for Quebec law.

«Going private» transactions involve different means of corporate reorganization that allow a few controlling shareholders to eliminate, without adequate compensation, most other shareholders from further participation in a corporate body.

Such transactions are of interest to those who study company law or securities law as the methods employed often go beyond the spirit of both. The author attempts to demonstrate the role each can play in preventing abuses of minority rights. Corporate law, while ensuring majority rule, seeks to protect individual shareholders while securities law has developed to avoid the manipulation of individual shareholders in transactions involving securities.

The author believes that «going private» should take place only if full disclosure of the aims of the controlling group have been given to the minority, if there is a valid business purpose for going private and if the eliminated shareholders are treated fairly. Examples of these criteria are to be found in recent American, Canadian and Quebec jurisprudence as well as in the policy statements of the Securities Exchange Commission and the Ontario Securities Commission. These are analysed in relation to present Quebec law.

The author suggests that the Quebec Securities Commission should adopt a policy statement on «going private» similar to that of the OSC. This would be a better means of ensuring that the Quebec Securities Commission fulfill its role of promoting investor protection and an efficient securities market.

* Ce travail a été initialement présenté dans le cadre d'un séminaire sur le droit des valeurs mobilières dirigé par le professeur Nabil N. ANTAKI.

** B.A. (McGill), M.A. (Queen's), LL.B. (Laval).

	<i>Pages</i>
Introduction	540
1. Le cadre pratique et juridique	544
1.1. Le cadre pratique	544
1.2. Le cadre juridique	547
1.2.1. Le droit des compagnies	547
1.2.2. Le droit des valeurs mobilières	549
2. Le droit des actionnaires à une information complète	551
2.1. Le droit fédéral des États-Unis	551
2.2. Le droit canadien des valeurs mobilières: l'exemple ontarien	556
3. La théorie du <i>valid business purpose</i>	557
3.1. Le <i>valid business purpose</i> en droit américain	557
3.2. Le droit canadien	560
4. Le traitement équitable des actionnaires: le concept de <i>fairness</i>	562
4.1. Le comportement de la majorité: le rôle des tribunaux	562
4.2. La fixation d'une juste compensation: le rôle des tribunaux	567
4.2.1. Le droit à la dissidence	568
4.2.2. L'arrêt <i>Neonex</i>	571
4.2.3. L'arrêt <i>Ripley</i>	573
4.3. Le rôle de la Commission des valeurs mobilières	574
4.3.1. L'exemple américain: l'établissement d'un critère de <i>fairness</i>	574
4.3.2. L'exemple ontarien: la détermination de la valeur des actions ..	576
4.3.3. L'exemple ontarien: la détermination de la majorité	577
Conclusion	579

Introduction

1. Nous nous proposons, dans cet article, de présenter les principaux problèmes entourant le phénomène de plus en plus évident de l'intention de certaines compagnies publiques, de revenir à l'anonymat des compagnies privées. Il s'agit du phénomène que les américains ont baptisé *going private*¹ par opposition au phénomène inverse, plus connu, de *going public*². Les

1. Nous avons traduit l'expression anglaise par le concept de « retour d'une compagnie publique au statut de compagnie privée ». Cette traduction n'est cependant pas entièrement satisfaisante puisque le terme « compagnie publique » est utilisé ici au sens de compagnie soumise à la réglementation des valeurs mobilières, tandis que le terme « compagnie privée » désigne celles qui y sont soustraites sans toutefois viser explicitement celles qui sont définies au paragraphe 13 de l'article 1 de la *Loi des valeurs mobilières du Québec*, S.R.Q. 1964, c. 274 et modif., dorénavant citée *L.V.M.Q.* Pour les fins de cet article, nous utiliserons parfois l'expression anglaise qui demeure plus pratique.

2. L'expression « going public » vise exclusivement les émetteurs qui s'enregistrent auprès des commissions des valeurs mobilières et des bourses et ne réfère nullement aux

compagnies qui choisissent ce procédé y voient plusieurs avantages mais le plus évident est qu'il leur permet de se débarrasser des investisseurs étrangers au groupe de contrôle et, par le fait même, de l'intervention trop indiscrète des commissions des valeurs mobilières et des bourses sur lesquelles leurs actions sont cotées.

2. Il est particulièrement difficile de cerner l'opération *going private* dans une définition entièrement satisfaisante. On a suggéré :

[...] a plan or course of action undertaken by a publicly held corporation with the purpose or effect of reducing the number of holders of its equity securities to the point where public trading is substantially impaired.³

Un autre juriste propose plutôt :

[...] techniques whereby a publicly held corporation returns to private status by reacquisition of all publicly held stock, thereby excluding public shareholders from further participation in the enterprise.⁴

L'expression se résume donc au processus ou à certains moyens directs ou indirects qu'utilise le groupe majoritaire d'une compagnie soumise à la surveillance et à la réglementation d'une commission des valeurs mobilières et dont les actions sont souvent cotées à la bourse pour éliminer suffisamment d'actionnaires pour cesser d'être sous la juridiction d'une commission des valeurs mobilières⁵.

3. La volonté de se retirer du marché public anime surtout les compagnies relativement modestes qui répondent habituellement aux exigences minimales pour l'inscription boursière et qui par conséquent demeurent plus sensibles au contrôle d'un groupe. Il s'agit habituellement de compagnies constituées initialement sous le contrôle d'intérêts familiaux engagés dans des entreprises agissant dans des secteurs usuels⁶. Ces compagnies n'auraient probablement pas dû, au départ, opter pour le financement

subterfuges utilisés pour distribuer publiquement des valeurs sans enregistrement. Sur ce dernier point, cf. J.C. LONG, « Control of the Spin-Off Device Under the Securities Act of 1933 », 25 *Okla. L. Rev.* 317 (1972); L. ORLASKI, « The Shell Game-Going Public Through the Back Door », 7 *Mergers and Acquisitions* 4 (1972).

3. P.K. ZEMAN, « Going private : Establishing Federal Standards for the Forced Elimination of Public Investors », *U. Ill.L.J.* 638 (1975), 639.

4. L.R. SCHREITER, « SEC Rulemaking Authority and the Protection of Investors : A Comment on the Proposed "Going Private" Rules », 51 *Ind. L. Rev.* 433 (1976).

5. Voir aussi « Note : Going Private », 84 *Yale L.J.* 903 (1975); V.C. BRUDNEY, « A Note on "Going Private" », 61 *Va. L. Rev.* 1019 (1975); D.P. JAQUA et D.W. WEBB, « Comments : "Going Private" and Rule 10b.5 : The *Green* and *Marshall* Decisions », 47 *Miss. L.J.* 983 (1976); C.L. TAFT, « Federal "Going Private" Standards : A New Direction for the Second Circuit? », 45 *Fordham L. Rev.* 427 (1976).

6. A.M. BORDEN, « Going Private : Old Tort, New Tort or No Tort? », 49 *N.Y.U.L. Rev.*, 987 (1974), 1002, 1003. Ce que l'auteur qualifie de « large family holdings in commonplace businesses ».

public. Il est en effet courant que des compagnies mineures regrettent leur décision de se financer à même l'épargne publique⁷. Il est par contre beaucoup plus rare que des compagnies majeures bien établies, dont la possibilité de contrôle est plus difficile et qui ont souvent besoin de l'épargne publique recourent à ce genre de procédé⁸.

4. Ce procédé de rachat des intérêts des minoritaires publics est encore plus populaire en période de marasme boursier lorsque les valeurs sont généralement sous-évaluées et que leur valeur au marché est inférieure à leur prix d'émission⁹.

5. La volonté des compagnies de revenir à un statut privé est devenue évidente aux États-Unis dès le début de la période du marasme boursier des dernières années. Elle a attiré l'attention des juristes et a donné lieu à quelques causes célèbres. Le problème intéresse aussi la Commission fédérale des valeurs mobilières aux États-Unis¹⁰. Au Canada, la réaction du monde juridique est comme d'habitude plus lente, mais déjà nous avons nous aussi un début de doctrine¹¹, quelques décisions judiciaires¹² et la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario a un énoncé de politique sur la question¹³. Le Québec n'a pas encore une politique spécifique

7. De façon générale, cf. R.L. ROSS, « Perils and Cons of Going Public », *J. of Miss. B.*, 132 (1970); R. LEVY, « The Perils of Going Public », *Dun's Rev.*, sep. 1969, p. 46.

Cf. aussi « The Pitfall of Going Public », *The Financial Post*, 3 fév. 1973, p. 14.

8. A.M. BORDEN, *supra*, note 6, p. 1002.

9. Cf. *infra*, par. 49, 60 et ss.

10. La première tentative date du 6 fév. 1975 et elle est proposée dans le *Securities Release* portant le numéro 5,567. Son texte est publié dans le (1974-75) *CCH Fed. Sec. L. Rep.* au paragraphe 80104 à la page 85089. L'on y proposait l'adoption de deux règlements d'application du *Securities Exchange Act*, les règlements portant les numéros 13e-3A et 13e-3B. Ces deux règlements ne furent pas adoptés car, semble-t-il, ils ne suscitèrent qu'un intérêt mitigé de la part des spécialistes américains du droit des valeurs mobilières. En plus, l'on a reproché à la Commission le caractère vague des deux règlements. Le *Securities Release* portant le numéro 5,884 et qui date du 17 nov. 1977 suggère l'adoption du règlement d'application 13e-3. Son texte est publié dans le (1977-78) *CCH Fed. Sec. L. Rep.* au paragraphe 81366 à la page 88735. Le texte du règlement d'application proposé est reproduit dans le *CCH Fed. Sec. L. Rep.*, vol. 2, au paragraphe 23703A.

11. I. R. CAMPBELL et W. D. STEELE, « What Price Minority Shares? Fair Price May Be Different from Fair Value », *C.A. Magazine*, oct. 1978, pp. 28 et ss. Voir aussi G. C. GLOVER et A. M. SCHWARTZ, « Going Private in Canada », (1978) 3 *Can. Bus. L. J.*, 3.

12. *Re Ripley International Ltd.*, [1977] 1 B.L.R. 269; *In Re The Acquisition by Quegroup Investments Ltd. of all the common shares of Queenswear (Canada) Ltd.; Quegroup Investments Ltd. and Robert S. Vineberg*, [1976] C.S. 1458; *Neonex International Ltd. v. Kolasa et al.*, [1978] 3 B.L.R. 1; *Carlton Realty Company Ltd. et al v. Maple Leaf Mills Ltd. et al.*, [1979] 4 B.L.R. 300; *Alexander et al v. Westeel-Rosco Ltd. et al; Rossmere Holdings (1970) Ltd. v. Westeel-Rosco Ltd. et al.*, [1979] 4 B.L.R. 313; *In the matter of Cablecasting Ltd.*, *Ontario Securities Commission Bulletin*, fév. 1978, pp. 37-50.

13. Une étude du sujet est reproduite dans l'*Ontario Securities Commission Bulletin*, juill.-

publiée dans ce domaine particulier même si l'étude de l'intervention administrative nous autorise à conclure que la Commission des valeurs mobilières du Québec est loin d'être insensible au problème de l'équité en général.

6. Le droit canadien des valeurs mobilières est finalement assez unifié et profite assez facilement de l'expérience américaine dans ce domaine¹⁴, malgré une différence constitutionnelle marquée¹⁵. Ceci nous permet d'étudier le problème de la transformation en compagnie privée en profitant grandement des précédents canadiens et américains. Cependant il est indispensable de se rappeler qu'en dépit des similitudes de principe, la *Loi sur les corporations commerciales canadiennes*¹⁶, devenue la *Loi sur les sociétés commerciales*¹⁷, est plus récente et mieux articulée que la *Loi des compagnies*¹⁸ du Québec, loi désuète et imparfaite; il en résulte des différences importantes du point de vue de cette étude¹⁹. D'autres différences importantes résultent de la différence de taille entre les compagnies publiques canadiennes et américaines et l'effet de cette différence sur la législation des deux pays ainsi que sur l'intérêt du procédé *going private*²⁰.

août 1978, pp. 214 et ss. Et, lors d'une décision rendue par l'Ontario Securities Commission dans l'affaire *In the matter of Cablecasting Ltd.*, *supra*, note 12, celle-ci a fait un tour d'horizon de la situation en ce domaine aux États-Unis et au Canada.

14. *Pacific Coast Coin Exchange v. O.S.C.*, [1978] 2 R.C.S. 112. La C.V.M.Q. applique aussi assez souvent le droit américain, *cf.* à titre d'exemple, *Les Entreprises Rock Liée*, C.V.M.Q., décision 4895, 26 juin 1975, *B.H.* VI, 26.
15. Contrairement à la situation au Canada, où les lois des valeurs mobilières sont des lois provinciales et où il n'existe pas de lois fédérales ou une Commission fédérale, aux États-Unis, chaque état a sa loi propre, appelée familièrement *Blue Sky Law*, tandis que le fédéral régit le commerce inter-étatique des valeurs mobilières par le biais principalement du *Securities Act*, 1933 et du *Securities Exchange Act*, 1934. La Commission fédérale américaine s'appelle la *Securities and Exchange Commission* (S.E.C.). Pour plus de détails sur le droit canadien, voir D.L. JOHNSTON, *Canadian Securities Regulation*, Toronto, Butterworths, 1977, et pour le droit américain, L. LOSS, *Securities Regulations*, 2^e éd., 3 vol., Boston, Little, Brown and Co., 1961. Ces différences constitutionnelles justifient la position particulière du droit américain, *cf. infra*, par. 26; sur les questions de droit constitutionnel canadien, *cf.* P.F. de RAVEL d'ESCLAPON, « Fondements constitutionnels d'une réglementation des valeurs mobilières au Canada », (1968) 3 *R.D.T.* 377 et P.T. BANWELL, « Proposals for a National Securities Commission, (1970) *Intramural* 3.
16. S.C. 1974-75-76, c. 33.
17. S.C. 1978, c. 9.
18. S.R.Q. 1964, c. 271, mod. par P.L. no 34 de 1979; dorénavant citée *L.C.Q.*
19. Comme par exemple les droits accordés à l'actionnaire dissident dans le système de la *Loi sur les sociétés commerciales canadiennes*, dorénavant citée *L.S.C.C.*, à l'article 184, qui n'a pas d'équivalent dans le droit du Québec.
20. Les exigences minimales exigées pour l'inscription des actions sur la Bourse de New-York sont nettement plus élevées que celles de la Bourse de Montréal ce qui rend le phénomène théoriquement plus difficile aux États-Unis. À l'inverse, aux États-Unis une petite compa-

7. Une dernière remarque s'impose. Nous n'avons pas la prétention de reformuler ici l'ensemble des problèmes juridiques soulevés par une opération *going private*, encore moins d'étudier les problèmes soulevés par les conflits d'intérêts ou les possibilités de recours personnels ou sociaux à l'occasion d'une telle opération. Ces questions ont déjà été étudiées dans des ouvrages québécois récents de portée générale²¹ ou spécifique²². Notre but est simplement d'agencer certaines idées et de faire certaines réflexions qui aideront à mieux comprendre ce phénomène qui permettrait, en l'absence d'un contrôle efficace, de mettre en danger, dans certains cas, les intérêts très légitimes des investisseurs et porterait atteinte à la confiance nécessaire dans le marché boursier.

8. Après une présentation très sommaire du cadre pratique et juridique qui entoure les opérations *going private*, nous tenterons de déterminer les principaux critères dégagés par les tribunaux et les commissions de valeurs mobilières pour protéger les actionnaires aux prises avec ce genre de problèmes.

1. Le cadre pratique et juridique

1.1. Le cadre pratique

9. On pourrait facilement prétendre que les hommes d'affaires agressifs, soucieux d'administration autocratique, considèrent les petits investisseurs comme des bailleurs de fonds qui doivent remplir un rôle financier déterminé pour une période plus ou moins longue, mais nécessairement temporaire, qui ne leur donne pas le droit de s'intéresser à l'administration. Ces personnes souhaiteraient qu'on ne favorise pas chez les actionnaires le sentiment d'appartenance à la compagnie dans laquelle ils investissent²³. Les tenants de cette première thèse considèrent que les opérations *going private* sont normales puisqu'elles constituent les assises d'une administration prévoyante²⁴, et qu'elles éliminent les coûts excessifs

gnie pourrait être exemptée des exigences de la Commission (si elle a moins de 300 actionnaires), tandis qu'au Québec, toute compagnie effectuant une distribution publique doit s'enregistrer et produire un prospectus.

21. J. SMITH et Y. RENAUD, *Droit québécois des corporations commerciales*, vol. 3, Montréal, Judico, 1976, pp. 1393 et ss., et 1763 et ss.

22. R. DEMERS, *Corporate Litigation in Quebec*, Montréal, Centre d'édition juridique, 1978; J. SMITH, *Corporate Executives in Quebec*, Montréal, Centre d'édition juridique, 1978.

23. B. MANNING, « Book Review », 67 *Yale L.J.* 1477 (1957-58).

24. A.M. BORDEN, *supra*, note 6, pp. 1006 et 1007; voir aussi E.F. GREENE, « Corporate Freezeout Mergers: A Proposed Analysis », 28 *Stan. L. Rev.* 487 (1976); une analyse critique des justifications des transactions « *going private* » a été esquissée dans V.C. BRUDNEY, *supra*, note 5, pp. 1026 et ss.; N. GARLOCK et C. RUDY, « Protection of

résultant du financement public tels ceux qu'entraînent les prospectus, les états financiers détaillés, les indiscretions des commissions, etc.²⁵ Cette opération aurait aussi pour avantage d'éviter la divulgation de renseignements à caractère confidentiel, qui est susceptible de profiter aux entreprises concurrentes²⁶. Finalement, les tenants de cette thèse voient même dans les opérations *going private*, une obligation pour les administrateurs, qui, en faisant racheter par la compagnie les actions détenues par les minoritaires à un prix inférieur au prix d'émission, assurent à la compagnie une opération financière rentable²⁷.

Minority Shareholders from Freezeouts through Mergers: A Proposed Analysis», 22 *Wayne L. Rev.* 1421 (1976), 1430-1; P.K. ZEMAN, *supra*, note 3, pp. 640 et 641.

25. A.M. BORDEN, *supra*, note 6, pp. 1007 et 1008; voir aussi les règlements de la Bourse de Montréal et du *Toronto Stock Exchange* qui sont reproduits dans le *Canadian Securities Law Reporter*, vol. 3, en particulier les paragraphes 86503 et ss. pour les exigences ayant trait aux états financiers à la Bourse de Montréal, les paragraphes 89745 et ss. pour les exigences du *Toronto Stock Exchange*, et les paragraphes 86801 et ss. en ce qui regarde les exigences requises pour qu'une compagnie soit cotée à la Bourse de Montréal où l'on trouve aussi la liste des documents à fournir; les exigences similaires requises par le *Toronto Stock Exchange* sont reproduites aux paragraphes 89775 et ss. Les exigences de la Bourse de Montréal quant aux renseignements à divulguer pour éviter une hausse ou baisse soudaine des actions sont précisées aux paragraphes 86860 et ss.; celles du *Toronto Stock Exchange* le sont au paragraphe 92004. Les règles à suivre lors d'une offre de prise de contrôle par l'entremise de la Bourse de Montréal sont indiquées aux paragraphes 87801 et ss., et aux paragraphes 90126 et ss. pour le *Toronto Stock Exchange*.
26. A.M. BORDEN, *supra*, note 6, pp. 1008 et 1009.
27. E.F. GREENE, *supra*, note 24, p. 496. Il ne faut pas non plus oublier l'élément historique. Les conditions économiques aux États-Unis entre 1968 et 1972 favorisèrent le financement de nombreuses corporations sur le marché boursier. De nombreuses entreprises firent appel pour la première fois à cette source de capitaux. Un bon nombre de compagnies jusqu'alors de nature privée ou familiale se retrouvèrent avec un bloc important (mais généralement minoritaire) d'actionnaires venus par le marché des valeurs mobilières. Ce phénomène de *going public* s'explique donc en grande partie par l'expansion du marché boursier américain. Le phénomène inverse a, en grande partie, sa source dans la récession qui affecta le marché des valeurs mobilières américain en 1973. En janvier 1973, l'indice industriel Dow-Jones atteignait le chiffre « magique » 1 000. À la fin de l'année suivante, il était inférieur à 600. La valeur des actions des compagnies inscrites sur les marchés boursiers tomba de façon vertigineuse. Les actionnaires majoritaires, peu convaincus des bienfaits de l'entrée de nombreux actionnaires et des avantages économiques et juridiques du statut de compagnie publique, purent convaincre les administrateurs de leur compagnie (il s'agissait d'ailleurs la plupart du temps des mêmes personnes) d'éliminer ces actionnaires venus par le marché boursier. Les avantages du financement public étaient oubliés! Beaucoup de compagnies cherchèrent alors à retrouver leur statut antérieur de compagnie privée et, puisque la valeur des actions de la compagnie avait chuté, la réacquisition des actions détenues par les actionnaires minoritaires put se faire à un coût moindre. La situation canadienne fut essentiellement la même.

10. À l'inverse, les partisans de la démocratie corporative voient, dans la tentative d'abandon de son statut public par une compagnie, une manipulation choquante et éhontée et un abus de la part de la majorité²⁸. Les responsables de la S.E.C.²⁹ et de l'O.S.C.³⁰ sont de cette opinion. Ce point de vue est aussi partagé par les tribunaux québécois³¹.

Les tenants de cette thèse libérale répondent aux arguments de leurs opposants que le pouvoir des minoritaires est par définition minime et sans effet sur la politique voulue par les administrateurs et que les difficultés dont on se plaint sont surtout d'ordre économique³². Par ailleurs les coûts de l'opération *going private* sont souvent plus élevés que ceux résultant de la présence sur le marché public³³. Finalement, la confidentialité nécessaire est assurée par les exemptions dont peuvent bénéficier les compagnies qui ont des raisons sérieuses à faire valoir³⁴; et le retrait des actions de la bourse engendre des pertes de liquidités pour la compagnie³⁵.

11. Les arguments contre les opérations de retour à un statut privé que nous avons énumérés dans le paragraphe précédent demeurent cependant mineurs par rapport à la critique fondamentale, qui concerne l'aspect coercitif et inéquitable inhérent à cette situation.

28. Sur la question générale de la place de l'actionnaire dans une démocratie corporative cf. N. ANTAKI, *Les mandats de vote en vue de l'Assemblée générale dans le droit du Canada et des États-Unis*, thèse de doctorat, Paris, 1972, et la bibliographie annexée.

29. Un commissaire de la S.E.C. a fait le commentaire suivant : « It seems to me to be nothing less than scandalous, and a species of downright fraud, for small corporations to go public at higher prices, and then buy back substantial quantities of their stock at lower prices ». (A.A. SOMMERS, jr., « Further Facts on "Going Private" », cité dans J.A. JAMES, « Going Private: An Analysis of Federal and State Remedies », 44 *Fordham L. Rev.* 796 (1976).)

30. C'est du moins la philosophie qui a inspiré le document de travail de l'*Ontario Securities Commission* qui a été publié à la suite du supplément à l'énoncé de politique 3-37. Cf. *infra*, par. 34. Voir le document « Going Private Transactions Including Comments as to Other Issuer Bids and Insider Bids », *Can. Sec. L. Rep.*, vol. 3, par. 70-100.

31. « After having decided in 1973 that the Company became public, and having sought public funds, they now attempt, two and a half years later, by way of a company that they own totally, to forcibly acquire the minority shareholders at the price of \$3.50. » (Motifs du juge Colas dans *In re the acquisition by Quegroup Investments Ltd. of all the common shares of Queenswear (Canada) Ltd. : Quegroup Investments Ltd. and Robert S. Vineberg*, résumé à [1976] C.S. 1458; jugement complet, p. 7.)

32. N. GARLOCK et C. RUDY, *supra*, note 24, p. 1444.

33. *Id.*, note 24, pp. 1439 et 1440; D.P. JAQUA et D.W. WEBB, *supra*, note 5, p. 985. Voir aussi « Notes: Going Private », *supra*, note 5, p. 904, note 10.

34. *L.V.M.Q.*, art. 106.

35. N. GARLOCK et C. RUDY, *supra*, note 24, pp. 1443 et ss.; D.P. JAQUA et D.W. WEBB, *supra*, note 5, pp. 985 et ss.

Un des principes fondamentaux de notre droit est le respect de la propriété privée³⁶. Or, les opérations *going private* reviennent à éliminer l'actionnaire de la liste des actionnaires, soit par des techniques juridiques qui ne lui laissent aucune possibilité de demeurer actionnaire³⁷, soit en lui laissant la possibilité de demeurer actionnaire mais avec la certitude de subir une perte financière importante en raison de la disparition du marché boursier pour les actions qu'il s'entêterait à ne pas vendre. Pratiquement, économiquement, la liberté de demeurer actionnaire devient purement factice et l'actionnaire qui ne voudrait pas rester pris au piège doit vendre et libérer son investissement avant qu'il ne soit trop tard.

Par sa conception même, l'opération place en outre les actionnaires détenant le contrôle dans une situation privilégiée. En effet, ces actionnaires seront les bénéficiaires directs de l'opération s'ils s'arrangent pour acheter personnellement les actions des autres actionnaires à un prix inférieur à leur valeur réelle ; ils en seront les bénéficiaires indirects s'ils utilisent les pouvoirs que leur confère leur situation de contrôle pour faire acheter les actions dévaluées par la compagnie dont ils demeurent finalement les seuls actionnaires³⁸.

1.2. Le cadre juridique

1.2.1. Le droit des compagnies

12. Le procédé *going private* entraîne toujours une modification de la structure financière et administrative de la compagnie et va souvent jusqu'à la destruction de l'entité corporative et son remplacement par une entité nouvelle, plus adaptée aux vœux de la majorité. Il crée un foyer idéal d'abus possibles ce qui, à notre avis, justifie pleinement l'intervention des commissions des valeurs mobilières.

13. L'ensemble du droit corporatif est fondé sur des principes garantissant les droits fondamentaux de chaque actionnaire considéré individuellement. Ces droits visent à lui assurer une gestion saine de son investissement et une participation éclairée aux décisions les plus importantes affectant la compagnie ou ses actifs, à l'abri de toute tentative déloyale de la part des responsables de l'administration ou des actionnaires majoritaires de profiter personnellement de situations de conflit d'intérêts. Parmi ces principes fondamentaux, on retrouve le droit pour tous les actionnaires

36. Article 407 du *Code civil*: « Nul ne peut être contraint de céder sa propriété, si ce n'est pour cause d'utilité publique et moyennant une juste et préalable indemnité ».

37. C'est ce qu'on appelle l'acquisition forcée; cf. *L.C.Q.*, art. 48; *L.S.C.C.*, art. 199.

38. Cf. *infra*, par. 66.

porteurs de titres identiques d'être traités de manière semblable, et l'expression moderne du même principe, soit le droit à des chances égales en cas d'offre d'achat des actions à un prix supérieur à celui du marché³⁹.

14. À l'inverse, le droit corporatif, étant par définition un droit collégial, accepte d'imposer aux actionnaires les sacrifices inhérents à tout système collégial, soit la délégation de pouvoirs de gestion, d'administration et de *leadership* importants aux administrateurs de la compagnie⁴⁰, ainsi qu'une suprématie évidente de la règle de la majorité. Toutes les techniques de protection plus ou moins développées dans les lois des compagnies visent à assurer aux actionnaires, d'abord l'information pertinente leur permettant de voter en connaissance de cause⁴¹, ensuite l'équilibre entre les différents intérêts et des garanties contre les abus de la majorité ou d'une minorité, et enfin un contrôle interne⁴² ou externe⁴³ du caractère équitable de la compensation aux actionnaires dissidents. La garantie fondamentale donnée aux actionnaires minoritaires dans tout système corporatif est l'obligation absolue pour les dirigeants⁴⁴ — et plus nuancée pour les

39. Cette question, soulevée aux États-Unis dans *Perlman v. Feldmann*, 219 F. 2d 173, a donné lieu à une doctrine abondante sur la légitimité d'obtenir une « prime » sur les actions et sur la qualification de cette prime. Voir à titre d'exemple seulement, W.D. ANDREWS, « The Stockholder's Right to Equal Opportunity in the Sale of Shares », 78 *Harv. L. Rev.* 505 (1965); R.W. JENNINGS, « Trading in Corporate Control », 44 *Cal. L. Rev.* 1 (1956); D.C. BAYNE, « The Sale of Control Premium: The Intrinsic Illegitimacy », 47 *Tex. L. Rev.* 215 (1969). Les tribunaux canadiens ont eu l'occasion de se prononcer parfois sur cette question. Dans l'arrêt *Farnham v. Fingold et al.*, (1973) 29 D.L.R. (3d) 279, pp. 287-8 (infirmé en appel, (1973) 33 D.L.R. (3d) 156), le juge Morand a semblé d'accord avec le principe énoncé dans l'arrêt *Perlman*, dont il situe la base juridique sur un critère de : « [...] fairness, considering the relevant obligations of the parties [...]. The controlling shareholders derive their benefit from their special access to corporate information which is not generally available to all shareholders. This information is owned by the company and the fruits thereof [...] should be available to all [...]. The sale of corporate control is an intangible asset which [...] is owned by the corporation [...] all shareholders should benefit by its sale [...] ». La C.V.M.Q. est sensible à ce problème, cf. à titre d'exemple, *Belgium Standard Ltd.*, C.V.M.Q., décision 5167, 18 juin 1977, B.H., vol. VIII, 7.

40. *L.C.Q.*, art. 80 et 88.

41. Les articles 94 et ss. de la *L.C.Q.* n'assurent à l'actionnaire qu'une protection très relative. À l'inverse, les articles 141 et ss. de la *L.S.C.C.* sont nettement plus avantageux pour l'actionnaire.

42. À titre d'exemple la *L.C.Q.*, art. 46 et les nouveaux art. 120-55 à 120-59, ajoutés par le P.L. n° 34 de 1979.

43. *L.S.C.C.*, art. 184(20).

44. Parmi les principales décisions sur ce sujet, citons *Sun Trust Co. Ltd. v. Bégin*, [1937] R.C.S. 305; *Bergeron v. Ringuet*, [1960] R.C.S. 672; *McDonald v. Rankin*, (1891) 7 M.L.R. 44 (C.S.); *Lagacé v. Lagacé*, [1966] C.S. 489; *Lagueux v. Phoenix Assurance Co. Ltd.*, (1932) 53 C.B.R. 398; *Giguère v. Colas*, (1915) 48 C.S. 198; *Perreault v. Milot*, (1886) 12 Q.L.R. 248 (B.R.); *Pratte v. Manufacture de laine d'Yamachiche*, (1876) 2 Q.L.R. 65

actionnaires majoritaires⁴⁵ — de respecter les limites de leurs pouvoirs en agissant dans un but corporatif valable⁴⁶.

15. Partant de cette approche, nous croyons être autorisé à conclure que toute tentative d'une compagnie publique de se transformer en compagnie privée risque de compromettre dangereusement les principes fondamentaux du droit corporatif, que cette tentative soit directe (par le biais d'une offre d'achat directe ou d'une fusion), ou indirecte (par le biais d'une acquisition forcée suivant une offre d'achat, une consolidation, un compromis ou une réorganisation).

1.2.2. Le droit des valeurs mobilières

16. Le droit des valeurs mobilières, pour sa part, vise à protéger les investisseurs et à surveiller et à *contrôler* le commerce des valeurs mobilières⁴⁷. Les problèmes soulevés par le désir d'une compagnie publique d'abandonner son statut pour celui de compagnie privée, dans le but souvent avoué d'éviter ce contrôle, posent plusieurs questions fondamentales et justifient l'intervention de l'autorité régulatrice à plus d'un titre.

17. D'abord la Commission des valeurs mobilières a l'obligation de s'assurer que tous les renseignements pertinents concernant un émetteur ou une émission soient disponibles et atteignent l'investisseur potentiel avant que celui-ci ne devienne actionnaire, afin précisément de l'aider à prendre cette décision en pleine connaissance de cause⁴⁸. Quand la distribution des valeurs est autorisée, la Commission s'assure que les renseignements pertinents concernant l'émetteur demeurent à jour et disponibles⁴⁹ dans le but

(C.S. Rév.). Parmi les arrêts les plus importants qui proviennent de provinces de *common law*, mentionnons seulement *Zwicker v. Stanbury*, [1953] 2 R.C.S. 438; *Peso Silver Mines Ltd. v. Cropper*, (1966) 58 D.L.R. (2d) 1; *Canadian Aero Service Ltd. v. O'Malley*, [1974] R.C.S. 592.

45. Cf. *supra*, note 39.

46. Cette notion réfère à la doctrine du « valid corporate purpose » du droit américain. Cf. aussi *Belgium Standard Ltd.*, *supra*, note 39; *Teck Corporation Ltd. et al. v. Miller et al.*, [1973] 2 W.W.R. 385.

47. *L.V.M.Q.*, art. 2.

48. Sur le rôle général de la C.V.M.Q., cf. *Gregory v. C.V.M.Q.*, [1961] R.C.S. 584. Voir aussi *L.V.M.Q.*, art. 50 et 53, de même que l'article 5 du Règlement (concernant les prospectus). Pour une vue d'ensemble, cf. R. DEMERS, « Prospectus Liability and Investor Protection in Quebec Law », (1977) 18 *C. de D.* 745.

49. *L.V.M.Q.*, art. 97 et ss. et 139 et ss. Voir en outre l'énoncé de politique no 24, « Divul-gation des faits importants en temps opportun », qui exige que la compagnie fasse un rapport des modifications importantes à l'état de la compagnie. Cf. aussi *Boston Bay Mines*, C.V.M.Q., décision 4536, 2 déc. 1974, *B.H.* vol. V, 48.

précisément d'assurer à cet actionnaire qui a compté sur les représentations de l'émetteur une protection permanente contre les abus de toute sorte.

18. Quelle que soit l'importance de l'intervention de la Commission pour l'actionnaire individuellement, sa mission de *contrôle* du commerce des valeurs mobilières a une dimension économique nationale qui consiste à assurer un mécanisme financier efficient, donc libre de toute manipulation fautive. C'est à ce titre que la Commission intervient, par exemple, très directement dans les règlements de la Bourse, concernant les exigences minimales d'inscription à la cote⁵⁰. C'est à ce titre aussi que la Commission scrute, lorsqu'elle étudie un dossier, non seulement le respect des formalités exigées par la *Loi des compagnies* concernée, mais aussi le bien-fondé des décisions relevant normalement du conseil d'administration⁵¹, et c'est à ce titre aussi que la Commission essaie d'identifier les groupes d'intérêts contrôlant les compagnies publiques⁵². À la limite, ce pouvoir de surveillance et de contrôle peut aller jusqu'à recommander au Ministre la suspension et le remplacement des administrateurs techniquement nommés selon les exigences de la *Loi des compagnies*⁵³.

19. L'ensemble de ces facteurs nous permet de conclure que le bon fonctionnement des techniques corporatives intéresse au plus haut point la Commission des valeurs mobilières, et aussi que l'intérêt collectif au bon fonctionnement de l'économie nationale exige parfois une intervention plus poussée de la part de la Commission. Cet intérêt explique facilement le fait que la Commission exige parfois des garanties supplémentaires sérieuses avant d'autoriser une opération visant à éliminer les actionnaires minoritaires publics d'une compagnie⁵⁴.

20. Cette différence de nature entre les objectifs visés par les lois des compagnies et par les lois des valeurs mobilières est réelle⁵⁵. Cependant,

50. Voir les règlements de la Bourse de Montréal reproduits dans le *CCH Can. Sec. L. Rep.*, vol. 3, en particulier aux paragraphes 86801 et ss., quant aux exigences requises pour qu'une compagnie ait ses actions cotées à la Bourse. Cf. Bourse de Montréal, « Mémoire présenté à la Commission des valeurs mobilières du Québec sur les conditions d'inscription d'actions ordinaires à la bourse », 18 avr. 1979, publié dans *B.H.* vol. X, 18.

51. À titre d'exemple cf. *Belgium Standard Ltd.*, *supra*, note 39.

52. À titre d'exemple cf. *Les Mines Chandor*, C.V.M.Q., décision 4181, 5 juin 1974, *B.H.* vol. V, 22.

53. *L.V.M.Q.*, art. 94. Ce pouvoir s'applique uniquement aux compagnies incorporées au Québec. Voir la décision *Les Entreprises Rock Ltée*, *supra*, note 14.

54. Sur les obligations d'une compagnie vis-à-vis ses actionnaires publics, cf. en général, *Les Prévoyants du Canada-Assurance générale*, C.V.M.Q., décision 4972, 9 déc. 1975, *B.H.* vol. VI, 49.

55. N. ANTAKI, « Les exemptions de l'obligation de divulguer les renseignements financiers », (1972) 32 *R. du B.* 274.

dans les faits, le but ultime étant la protection du public, la différence entre les deux lois tend à s'estomper⁵⁶.

21. Pour ces raisons, et en vertu des principes du droit des compagnies et du droit des valeurs mobilières que nous avons énoncés, nous croyons pouvoir affirmer qu'une transaction *going private* ne devrait être admise que si elle est précédée d'une information aussi complète que possible à l'adresse des actionnaires sur les buts que poursuit le groupe de contrôle, si elle se justifie pour des raisons liées à la survie ou à une meilleure performance de l'entité corporative, et à condition que les actionnaires que l'on cherche à éliminer soient traités de façon équitable. Pour analyser le contenu de ces diverses exigences, nous nous référerons à des principes dégagés en droit américain et en droit anglo-canadien, tout en signalant les particularités du droit québécois.

2. Le droit des actionnaires à une information complète

2.1. Le droit fédéral des États-Unis

22. Les transactions *going private* furent contestées à l'origine en vertu des dispositions du droit des États applicables à la compagnie effectuant la transaction. Mais les tribunaux étaient réticents à intervenir lorsque les prescriptions de la loi avaient été suivies fidèlement et que des recours appropriés y étaient prévus⁵⁷. Devant cette carence apparente, des actionnaires ont alors invoqué les prescriptions du *Securities Exchange Act*⁵⁸, une loi fédérale qui prohibe toute manœuvre frauduleuse lors d'une transaction impliquant un commerce de valeurs mobilières. Le fondement de leur argumentation était que le procédé *going private* constituait en l'espèce une manœuvre frauduleuse au sens de la loi et qu'il allait à l'encontre des mécanismes de protection de l'article 10(b)⁵⁹ et de l'un de ses règlements

56. « Going Private Transactions Including Comments as to other Issuer Bids and Insider Bids », *CCH Can. Sec. L. Rep.*, vol. 3, *supra*, note 30, par. 70-100, p. 12697-17.

57. Ces recours étant l'injonction, l'*appraisal* (une procédure d'arbitrage judiciaire de la valeur des actions d'un actionnaire s'opposant à une réorganisation corporative), certaines restrictions du pouvoir de rachat par une compagnie de ses propres actions, ainsi que les recours ouverts contre le manquement par un administrateur à ses obligations et devoirs de fiduciaire ou contre une décision corporative prise en l'absence d'un *valid business purpose*. Ils ne peuvent par contre s'exercer dans tous les cas, ce qui peut expliquer le recours au droit fédéral.

58. 15 U.S.C. s. 78j(b), (1970). Par la suite, certaines contestations se fondèrent sur les *Blue Sky Laws*, les lois des valeurs mobilières des États. Voir *People v. Condord Fabrics Inc.*, 83 Misc. 2d 120, 371 N.Y.S. 2d 550 (Sup. Ct.) aff'd 174 H.Y.L.J., Dec. 29, 1975, p. 6, col. 3 (1st Dep't 1975).

59. « It shall be unlawful for any person, directly or indirectly [...] (b) To use or employ in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities

d'application (*Rule 10b-5*)⁶⁰, qui rendent illégal ce genre de conduite. Le problème que l'on cherchait à solutionner n'a fait que s'amplifier.

23. L'arrêt *Green v. Santa Fe Industries Inc.*⁶¹ situe très bien le dilemme. Les transactions *going private* attaquées par des actionnaires minoritaires devant les tribunaux fédéraux ont habituellement respecté les procédures énoncées dans la loi en vertu de laquelle l'entreprise avait été incorporée. Par ailleurs, le *Securities Exchange Act* exige la divulgation des faits pertinents, dans une transaction impliquant des valeurs mobilières. Le législateur cherche ainsi à protéger le public investisseur contre une conduite trompeuse. La controverse vient de ce que, si l'on peut attaquer toute transaction *going private* lorsque l'actionnaire a été fraudé, il n'est pas acquis que l'on puisse attaquer une conduite injuste pour l'actionnaire mais qui n'est pas *deceptive* au sens de la loi puisque divulguée à tous les actionnaires. Le dilemme est cornélien car, comme le note un juriste :

The essence of the «going private» problem is the ability of controlling shareholders to take unfair advantage of the minority under the compliance with state law.⁶²

24. Les demandeurs, dans l'arrêt *Green*, étaient des actionnaires minoritaires de Kirby Lumber Corporation, qui avaient été forcés de vendre leurs actions à un prix qu'ils considéraient comme insuffisant. Le prix offert était de \$150 par action, alors qu'une action se vendait alors sur le marché \$125. La valeur au livre de chaque action était nettement plus élevée, soit \$640⁶³. La majorité avait agi par la procédure du *short form merger*⁶⁴ pour fusionner Kirby avec Forest Products Inc. Cette dernière

exchange or any security not so registered, any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.»

60. 17 C.F.R. s. 240. 10b-5, (1976): «It shall be unlawful for any person, directly or indirectly by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange,
 (a) To employ any device, scheme or artifice to defraud or
 (b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or
 (c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person.»

61. 97 S. Ct. 1292 (1977).

62. C.L. TAFT, *supra*, note 5, p. 452.

63. La compagnie Kirby était contrôlée par Santa Fe Natural Resources, qui détenait 95% de son capital-actions. Si la minorité n'acceptait pas le prix que l'on offrait, il ne restait à sa disposition que la procédure de l'*appraisal*.

64. Il faudrait ajouter une note socio-économique. Le droit des compagnies a depuis long-

compagnie avait d'ailleurs été formée dans ce seul but. Les lois du Delaware avaient été respectées et la minorité, en conformité avec le droit corporatif applicable, n'avait obtenu aucune information sur les intentions de ceux prônant la fusion (*advance notice*). Seuls, les administrateurs des deux corporations avaient consenti au plan de fusion, ainsi que le permettait la loi du Delaware. Après que la fusion eut été consommée, Kirby avertit les actionnaires du but de la transaction et tous les autres renseignements nécessaires leur furent communiqués.

25. La Cour suprême des États-Unis, infirmant sur ce point la décision de la Cour d'appel du deuxième circuit, interpréta la notion de fraude de façon restrictive :

The language of s. 10(b) gives no indication that Congress meant to prohibit any conduct not involving manipulation or deception [...]. Thus the claim of fraud and fiduciary breach in this complaint states a cause of action under any part of Rule 10b-5 only if the conduct alleged can be fairly viewed as « manipulation or deceptive ». [...] the transaction [...] was neither [...] and therefore did not violate either s. 10(b) of the Act or Rule 10b-5.⁶⁵

Le fait qu'on n'ait pas donné de renseignements au préalable, ajoute la Cour, ne permet pas d'accueillir la demande, puisque les faits pertinents ont été divulgués. Cet énoncé de la Cour est en contradiction directe avec ce qu'avait affirmé la Cour d'appel⁶⁶.

26. La Cour suprême a donc décidé qu'en l'absence de « deception, misrepresentation or non-disclosure », un manquement par les administrateurs à leurs obligations fiduciaires ne viole ni le *Securities Exchange Act* ni sa réglementation d'application⁶⁷. La Cour exprime alors son interprétation du but de la loi, qui est la divulgation :

Once full and fair disclosure has occurred the fairness of the transaction is at most a tangential concern of the statute.⁶⁸

temps été favorable aux corporations ; on n'a qu'à penser à la création du *short form merger* qui vise à éliminer d'une façon rapide quelques actionnaires trouble-fête qui nuisent à l'efficacité de la corporation. Cette procédure prévoit un mécanisme accéléré de fusion, qui n'exige pas une assemblée générale des actionnaires pour sanctionner une fusion de deux compagnies, et qui n'oblige pas non plus à informer la minorité des intentions de la majorité, à condition que celle-ci possède 90% ou plus des actions du capital-actions de la compagnie appelée à fusionner. Seul est requis l'accord des conseils d'administration des deux compagnies. Le droit des valeurs mobilières fédéral cherche à protéger le public investisseur, alors que le droit des compagnies des États a favorisé les administrateurs de compagnies pour se gagner leur bienveillance. Les règles du jeu ne sont pas les mêmes, c'est le moins qu'on puisse dire.

65. 97 S. Ct. 1292 (1977), 1300-1.

66. 533 F. 2d 1283, 1287.

67. 97 S. Ct. 1292 (1977), 1302.

68. *Ibid.*, 1303.

Le tribunal, subsidiairement, n'a pas voulu que le droit fédéral empiète sur le droit des États.

Absent a clear indication of congressional intent, we are reluctant to federalize the substantial portion of the law of corporations that deals with transactions in securities, particularly where established state policies of corporate regulation would be overridden.⁶⁹

27. Il nous apparaît que la Cour admet que l'application du droit corporatif dans la plupart des États américains est conçue en fonction d'un accroissement des pouvoirs des conseils d'administration dans le but de favoriser l'entreprise corporative⁷⁰. Par contre, le droit des valeurs mobilières, conçu dans un esprit différent, s'est développé autrement. Une décision contraire à celle exprimée dans l'affaire *Green* aurait pu semer une grande confusion. Ce jugement, en insistant sur le fait que le but de l'article 10(b) du *Securities Exchange Act* est de favoriser la divulgation de renseignements plutôt que d'imposer des normes à la conduite des affaires des corporations, rassure ceux qui craignent une intrusion du droit fédéral dans un domaine qui, par le passé, a toujours été de juridiction locale⁷¹.

28. Cet arrêt s'inscrit dans la tendance qu'a adoptée la Cour suprême depuis quelque temps déjà. La Cour cherche à éviter une prolifération de recours devant les tribunaux fédéraux sur la base de l'article 10(b) du *Securities Exchange Act* et du *Rule 10b-5*⁷², et elle confirme qu'une interprétation restrictive de cet article et de son règlement d'application est conforme au but du législateur⁷³.

29. La décision de la Cour suprême n'a nullement mis un terme aux tentatives de la Commission des valeurs mobilières des États-Unis de réglementer le processus *going private*. Un projet de règlement portant le numéro 13e-3 a été déposé à l'automne 1977. La Commission rajuste son tir puisqu'elle exercera son pouvoir de surveillance et de contrôle par le biais de l'article 13e, un amendement au *Securities Exchange Act* en vertu du *Williams Act* de 1968 (P.L. 90-439, 82 Stat. 454). Cet article, du moins c'est l'opinion de la Commission, lui donne une plus grande latitude dans l'exercice de ses pouvoirs d'intervention⁷⁴:

69. *Ibid.*, 1303-4.

70. Voir *supra*, note 64.

71. «Recent Cases: *Marshall v. A.F.W. Fabric Corp.*, 533 F. 2d 1277; *Green v. Santa Fe Industries Inc.*, 533 F. 2d 1283 », 89 *Harvard L. Rev.* 1917 (1976).

72. Voir *Affiliated Ute Citizens v. U.S.*, 406 U.S. 128; *Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores*, 421 U.S. 723; *Ernst and Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. 185; *Superintendent of Insurance v. Bankers Life and Casualty Co.*, 404 U.S. 6.

73. B.A. BANOFF, «Fraud Without Deceit: *Marshall v. A.F.W. Fabric Corp.* and *Green v. Santa Fe Industries Inc.* », 17 *Santa Clara L. Rev.* 1 (1977), 25 et 26, 32 et ss.

74. «Going Private Transactions by Public Companies or Their Affiliates », *Securities News Release* no 5884, *CCH Fed. Sec. L. Rep.*, vol. 2, par. 81366, pp. 88742 et ss.

Commission rulemaking under 13^e may include substantive provisions as well as disclosure requirements.⁷⁵

30. Ainsi, constituera un processus *going private* toute opération, entreprise par une compagnie émettrice de valeurs mobilières, par le groupe qui la contrôle ou par une compagnie contrôlée par la compagnie émettrice, dont le résultat serait « a reasonable likelihood or a purpose of producing, either directly or indirectly » la perte par la compagnie de son enregistrement auprès de la Commission des valeurs mobilières des États-Unis et de son inscription à une bourse⁷⁶. Constituera une manœuvre frauduleuse au sens de la réglementation toute conduite interdite par le *Securities Exchange Act* dans le commerce des valeurs mobilières, de même que tout procédé *going private* qui est « unfair to unaffiliated security holders », c'est-à-dire vis-à-vis les actionnaires qui ne sont pas membres du groupe de contrôle ou qui ne sont pas contrôlés par la compagnie effectuant la transaction *going private*⁷⁷. Donc, la divulgation du procédé *going private* constitue en soi un fait pertinent.

31. La réglementation proposée oblige à informer les actionnaires de façon aussi complète que possible. Les renseignements exigés comprennent tous ceux qui doivent être divulgués en vertu des diverses lois des valeurs mobilières des États-Unis, de manière à permettre à chaque actionnaire d'en arriver à un jugement libre et éclairé. Ces renseignements doivent leur parvenir au moins vingt jours avant le vote de l'assemblée générale sur l'acceptation ou le rejet de la transaction. Copie de cette documentation doit aussi être déposée auprès de la Commission⁷⁸. Une annexe au règlement 13e-3 détermine les renseignements que la Commission juge utile de rendre publics lors de ce genre de transaction. Parmi ceux-ci, des renseignements concernant les détenteurs du contrôle ; les transactions qu'a effectuées la compagnie dans les trois années précédant la date envisagée pour le retour au statut de compagnie privée ; les transactions qui pourraient être considérées comme des faits pertinents, quelle que soit l'époque de leur réalisation ; la façon dont le prix offert pour les actions a été déterminé ; les modalités du retour au statut de compagnie privée ; une liste des recours dont dispose l'actionnaire en vertu du droit fédéral des valeurs mobilières et en vertu du droit des États⁷⁹. Mais il faut préciser encore une fois qu'en plus de ces renseignements, le groupe qui contrôle la

75. *Id.*, p. 88742. Pour une opinion contraire, voir SCHREITER, *supra*, note 4, pp. 443 et ss.

76. « Going Private Transactions by Certain Issuers or Their Affiliates », Rule 13e-3, *CCH Fed. Sec. L. Rep.*, vol. 2, par. 23703A. Article (a)(4)(ii) du projet de règlement.

77. *Id.*, art. (a)(4)(i) du projet de règlement.

78. *Id.*, art. (d)(1), (2) et (3) du projet de règlement.

79. Voir « Schedule to Proposed Rule 13e-3 », *CCH Fed. Sec. L. Rep.*, vol. 2, par. 23706.

compagnie effectuant une transition *going private* devra divulguer toutes les données requises par les autres lois américaines applicables à la transaction et à ceux qui l'effectuent.

32. Ce projet de réglementation est conforme au rôle que joue la Commission des valeurs mobilières des États-Unis auprès du public investisseur. Il respecte ainsi le but du *Securities Exchange Act* et des lois des valeurs mobilières des États-Unis et permettra peut-être de contourner les restrictions apportées par l'arrêt *Green* aux effets du *Securities Exchange Act*.

2.2. Le droit canadien des valeurs mobilières : l'exemple ontarien

33. Nous avons déjà indiqué les principes sous-jacents au rôle des commissions des valeurs mobilières⁸⁰. L'existence de mécanismes généraux de protection dans la *Loi des valeurs mobilières* ou ses règlements d'application n'empêche pas qu'il soit nécessaire, pour pallier certaines situations inéquitables, d'adopter des politiques plus précises. C'est ce qu'a fait la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario dans le domaine des procédés *going private*. Elle a adopté en 1977 l'énoncé de politique 3-37, concernant le rachat de leurs actions par certaines compagnies⁸¹. Un supplément à cet énoncé, s'appliquant exclusivement aux procédés *going private*, est entré en vigueur dès l'été 1978⁸².

34. Certaines considérations d'ordre général, liées au principe de la divulgation, peuvent expliquer l'intervention de la Commission. Celle-ci fait une excellente analyse de la situation lorsqu'elle décrit le procédé :

A going private transaction is, almost invariably, initiated by the owners of the controlling interest in the corporation. It results in complete ownership of the corporation's equity by the controllers. It is, therefore, reasonable to assume that the transaction would not be initiated if it was not considered advantageous. This means that any such transaction merits careful scrutiny, particularly in view of the obvious conflict faced by the controllers in structuring the transaction⁸³.

80. Voir *supra*, paragraphes 16 à 18.

81. Cet énoncé s'intitule « Issuer Bid: An Offer by an Issuer to Purchase, Redeem or Retire its Own Securities ». Le texte se trouve dans *CCH Can. Sec. L. Rep.*, vol. 3, par. 54963, p. 10297-17. Il oblige une compagnie qui désire entreprendre l'une de ces opérations d'indiquer à la Commission « the purpose or business reason of the issuer bid » et impose l'obligation à la compagnie de soumettre à ses actionnaires une évaluation de la valeur des actions, évaluation qui doit être faite par un organisme indépendant du groupe de contrôle. En pratique, indique-t-on, cette évaluation n'est obligatoire que dans les cas où il semble probable que le prix offert aux actionnaires par la compagnie pour acheter leurs actions soit inférieur à leur juste valeur.

82. Reproduit dans *CCH Can. Sec. L. Rep.*, vol. 2, par. 54963A, p. 10297-21.

83. Voir *supra*, note 56.

À ce devoir de surveillance des activités du groupe détenant le contrôle se greffe une deuxième préoccupation. Si, malgré l'existence de mécanismes de protection dans les diverses lois des valeurs mobilières et dans la *Loi sur les sociétés commerciales canadiennes*, la Commission a cru nécessaire de réglementer ces opérations, c'est au titre de ce qu'elle appelle « general responsibility for investor protection ». Cette nécessité de protéger le petit investisseur comporte de nouvelles exigences :

[...] legislative recognition of these topics as meriting regulation may more properly fortify us in, rather than dissuade us from, the adoption of new rules when experience proves that the existing rules require to be supplemented⁸⁴.

Nous examinerons plus loin les mécanismes spécifiques de protection qu'impose la Commission pour mieux garantir une certaine information des actionnaires et s'assurer que ceux-ci exercent autant que possible un choix éclairé au moment d'accepter ou de rejeter la transaction *going private*.

3. La théorie du *valid business purpose*

3.1. Le *valid business purpose* en droit américain

35. Cette notion fait couler beaucoup d'encre aux États-Unis. Un juriste l'a très bien résumée ainsi :

A compelling corporate need to revert to a privately held status in order to function as a viable business enterprise.⁸⁵

Certains croient que l'expression est trop vague et que les tribunaux devraient éviter de recourir à un tel critère⁸⁶. Ces critiques semblent indiquer une crainte de voir les recours aux tribunaux se multiplier, du fait de l'imprécision de ce critère. La Commission des valeurs mobilières des États-Unis avait proposé, dans sa première tentative de réglementation des procédés *going private*, qu'une telle transaction ne puisse être sanctionnée en l'absence d'un *valid business purpose*⁸⁷. Le nouveau projet de réglementation a sensiblement réduit la portée de ce critère, qui ne constitue maintenant qu'un des éléments qui déterminent si le procédé *going private* en est un qui est « fair to unaffiliated security holders »⁸⁸. Les critiques formulées à

84. *Ibid.*

85. « Note: Going Private », *supra*, note 5, p. 931.

86. A.M. BORDEN, *supra*, note 6, pp. 1022 et 1023 ; E.F. GREENE, *supra*, note 24, pp. 499 et ss.

87. *Supra*, note 10 ; voir aussi J.A. JAMES, *supra*, note 29, pp. 800 et ss.

88. *Supra*, note 76, art. (b)(1) et (2) du projet de règlement.

l'encontre de l'expression et les décisions contradictoires des tribunaux, de même que le problème constitutionnel, expliquent sans doute cet apparent recul.

36. Il n'y a pas de meilleur critère pour juger d'une transaction *going private*⁸⁹. Nous croyons que si le groupe détenant le contrôle démontre qu'une telle transaction réduit les frais de gestion de la compagnie ou que la présence de certains actionnaires empêche le conseil d'administration d'adopter une politique prudente, qui serait avantageuse pour la compagnie, la transaction devrait être autorisée. C'est à notre avis dans ce genre de situation que les principes de collégialité du droit corporatif doivent trouver leur application. Cependant, nous croyons que ceux qui bénéficient de la transaction doivent prouver la nécessité d'une restructuration de la corporation⁹⁰.

37. Les décisions rendues par les tribunaux américains démontrent le caractère utilitaire du *valid business purpose*. L'élimination de la minorité n'est pas en elle-même un *valid business purpose*. Et c'est là, d'ailleurs, que se situe l'un des problèmes les plus difficiles à résoudre. Il se peut que l'élimination de certains actionnaires soit nécessaire, mais comment alors concilier la disparition de certains actionnaires avec le devoir de traiter tous les actionnaires sur le même pied? Il est évident que ceux qui continuent à participer aux activités de la corporation privée et les actionnaires évincés ne sont plus sur le même pied.

38. Les tribunaux ont prohibé une transaction *going private* dans des situations où le conseil d'administration ou les actionnaires majoritaires soutenaient que la transaction assainirait la gestion des affaires de la compagnie, qu'elle permettrait à la compagnie d'économiser les frais d'enregistrements divers et de divulgation de nombreux renseignements prescrits par les lois des valeurs mobilières des États-Unis, qu'elle était devenue nécessaire depuis la chute de la valeur des actions de la compagnie sur le marché, ou qu'elle entraînerait une augmentation substantielle de la valeur de ces actions⁹¹. Par ailleurs, en Georgie, une fusion entre deux

89. V.C. BRUDNEY, *supra*, note 5, aux pp. 1027 et ss.

90. C.J. DEBONO, « The Second Circuit Adopts a Business Purpose Test for "Going Private": *Marshall v. A.F.W. Fabric Corp.* and *Green v. Santa Fe Industries Inc.* », 64 *Calif. L. Rev.* 1184 (1976), 1211 et ss.

91. Parmi les plus célèbres décisions américaines dans le domaine des transactions *going private*, voir plus particulièrement *Bryan v. Brock and Blevins Co.*, 343 F. Supp. 1062; 490 F. 2d 563; *Broder v. Dane*, 384 F. Supp. 1312; *Dreir v. Music Makers Group Inc.*, (1973-4) *CCH Fed. Sec. L. Rep.*, par. 94406; *Greenberg v. Institutional Investors Systems Inc.*, (1975-76) *CCH Fed. Sec. L. Rep.*, par. 95231; *Kaufmann v. Lawrence*, 386 F. Supp. 12; *Levine v. Biddle Sawyer Corp.*, 383 F. Supp. 618; *Tanzer Economic Associates Inc. v. Haynie*, 388 F. Supp. 365; *Albright v. Bergendahl*, 391 F. Supp. 754; *Grimes v.*

compagnies donna lieu à une contestation judiciaire devant le tribunal fédéral de première instance, dans l'affaire *Bryan v. Brock and Blevins Inc.*⁹². La Cour en vint à la décision que, d'après le droit des compagnies de l'État, une telle fusion ne pouvait être permise lorsqu'elle était motivée uniquement par le désir de la majorité d'éliminer la minorité. Cette décision fut confirmée par la Cour d'appel du cinquième circuit⁹³. L'arrêt *Grimes v. Donaldson, Lufkin and Jenrette Inc.*⁹⁴ présente un « business purpose » qui fut agréé par la Cour. Le tribunal distingua cette cause de l'arrêt *Bryan* parce qu'ici la fusion proposée entre la compagnie défenderesse et une compagnie filiale éliminerait tout conflit d'intérêts entre les deux entreprises et qu'il en résulterait des économies parce que les deux compagnies opéraient dans le même champ d'activités. La Cour croyait le plan de fusion justifié, et les conditions proposées aux actionnaires qui seraient expulsés de la compagnie privée qui résulterait de la fusion, justes. Le tribunal a été convaincu qu'il en résulterait une réduction des coûts d'exploitation, puisque les économies réalisables avaient été pleinement démontrées et que c'était la seule façon d'y arriver⁹⁵. Enfin, dans l'arrêt *Polin v. Conductron Corporation Ltd*⁹⁶, la Cour a admis une transaction *going private* parce que c'était le seul moyen dont disposait la compagnie pour éviter une faillite. Un arrêt rendu par un autre tribunal a permis la fusion de deux compagnies lors d'une transaction identique parce que cette fusion rendait plus facile une solution aux problèmes de financement de la compagnie⁹⁷.

Donaldson, Lufkin and Jenrette Inc., 392 F. Supp. 1393; *University Capital Corporation v. Barbara Lynn Stores Inc.*, (1974-5) CCH Fed. Sec. L. Rep., par. 94949; *Marshel v. A.F.W. Fabric Corp.*, 398 F. Supp. 734; 533 F. 2d 1277; 97 Sup. Ct. 228; *Green v. Santa Fe Industries Inc.*, 391 F. Supp. 849; 533 F. 2d 1283; 97 Sup. Ct. 1292; *Polin v. Conductron Corp.*, (1976-7) CCH Fed. Sec. L. Rep., par. 95916; *TBK Partners v. Warshow et al.*, (1976-7) CCH Fed. Sec. L. Rep., par. 95909; *Singer v. The Magnavox Co.*, (1976-7) CCH Fed. Sec. L. Rep., par. 95830; *Tanzer v. International General Industries Inc.*, 379 A. 2d 1121; *SEC v. Parkdale Hosiery Inc.*, 558 F. 2d 1083; *Halle and Stieglitz v. Empress International Ltd.*, (1977-78) CCH Fed. Sec. L. Rep., par. 96249. Voir aussi D.C. MCBRIDE, « Delaware Corporate Law: Judicial Scrutiny of Mergers — The Aftermath of *Singer v. The Magnavox Company* », 33 *The Bus. Lawyer* 2231 (1978) et R.L. SCOTT, « Going Private: An Examination of "Going Private" Transactions using the Business Standard », 32 *Southw. L.J.* 641 (1978).

92. 343 F. Supp. 1062.

93. 490 F. 2d 563. Voir aussi *Albright v. Bergendahl*, 391 F. Supp. 754; *Singer v. The Magnavox Company*, 380 A. 2d 969.

94. 392 F. Supp. 1393.

95. 392 F. Supp. 1399; les économies réalisées étaient évaluées à \$300 000 par année.

96. (1976-7) CCH Fed. Sec. L. Rep., par. 95916.

97. *Tanzer v. International General Industries Inc.*, 379 F. 2d 1121.

39. Ce sont donc des critères commerciaux ou des situations exceptionnelles qui ont poussé les tribunaux américains à sanctionner une transaction *going private* motivée par un *valid business purpose*. Les tribunaux québécois sont motivés par le même souci, si l'on se réfère à certaines décisions qui cherchent à définir ce que constitue l'expression « les meilleurs intérêts de la compagnie »⁹⁸.

3.2. Le droit canadien

40. La *Loi des compagnies* et la *Loi sur les sociétés commerciales canadiennes* comprennent divers mécanismes permettant l'expropriation d'actions d'une compagnie⁹⁹. Ces mécanismes existent parce qu'à un moment ou l'autre dans l'existence d'une corporation, l'intérêt général primant l'intérêt individuel, il devient nécessaire de procéder à une nouvelle répartition du capital-actions de la compagnie ou à une fusion avec une autre entité qui succède à l'ancienne compagnie. Étant d'ordre exceptionnel, ces mécanismes requièrent une procédure particulière qui est exposée dans la loi et dont la violation donne ouverture à l'intervention judiciaire. Les tribunaux n'ont habituellement pas à intervenir dans ces situations, hormis dans les cas de fraude ou d'injustice grave équivalant à un abus de droit, ou dans les cas d'actes *ultra vires*¹⁰⁰. La décision de procéder à ce réaménagement est un pouvoir qu'exerce le conseil d'administration à sa discrétion. Le conseil doit agir de bonne foi, dans les intérêts de la compagnie et en fonction d'un but légitime¹⁰¹. C'est un principe du droit des compagnies qui est sanctionné par les tribunaux. Ceux-ci refusent d'intervenir dans l'administration des affaires de la compagnie lorsque le conseil d'administration agit à l'intérieur des limites que lui accorde la loi, les lettres patentes ou statuts d'incorporation, ou les règlements internes de la compagnie. Mais le tribunal, avant de rendre son jugement, devra scruter et examiner le

98. J. SMITH, *supra*, note 22, p. 170, indique que la jurisprudence québécoise a admis le principe que ce qui constitue les meilleurs intérêts de la compagnie s'appréciait en fonction de certaines pratiques commerciales. Voir *Hamilton v. Banque de Montréal*, (1929) 67 C.S. 539; *Bergeron v. Ringuet*, *supra*, note 44; *Sun Trust Co. Ltd. v. Bégin*, *supra*, note 44.

99. Voir, à titre d'exemple, *L.C.Q.*, art. 18 (fusion), art. 29 (h) (aliénation des biens de la compagnie), art. 46 (arrangement ou compromis), art. 48 (acquisition forcée), art. 52 (conversion et refonte d'actions); *L.S.C.C.*, art. 167 (modifications de structure), art. 176 (fusion), art. 183 (aliénation des biens de la compagnie), art. 199 (acquisition forcée).

100. Cette théorie n'a plus d'application pour les compagnies incorporées en vertu du droit fédéral; voir *L.S.C.C.*, art. 15(1).

101. Voir à titre d'exemple *Perreault v. Milot*, *supra*, note 44; *Giguère v. Colas*, *supra*, note 44; *Roy v. Caisse des familles*, (1915) 48 C.S. 43.

but et la nature des pouvoirs invoqués par le conseil d'administration pour justifier son initiative, ainsi que les circonstances dans lesquelles ce pouvoir a été exercé ¹⁰².

41. L'exercice de ce pouvoir est essentiellement subjectif ; il doit tenir compte de la situation de la corporation à un moment précis de son existence. L'opération *going private* est admissible si elle permet à la compagnie de connaître un essor qu'elle n'aurait pu connaître autrement. D'après les méthodes de gestion en vigueur actuellement dans le monde des affaires, et en vertu des prescriptions de la *Loi des compagnies* ou de la *Loi sur les sociétés commerciales canadiennes* qui ont confié au conseil d'administration presque tous les pouvoirs ¹⁰³, ce sont les administrateurs qui sont les plus aptes à juger des avantages de l'opération pour la compagnie. Aux États-Unis, l'arrêt *Tanzer v. International General Industries Inc.* ¹⁰⁴ a posé le principe que le *valid business purpose* peut être celui de l'actionnaire majoritaire de la compagnie effectuant la transaction *going private* et non pas nécessairement celui de la compagnie elle-même, à condition évidemment que l'on ne cherche pas uniquement à éliminer la minorité. Cette interprétation judiciaire peut créer certains problèmes, en ce sens que le *valid business purpose* justifie ce qui normalement n'est pas accepté en droit canadien, c'est-à-dire que certains actionnaires soient traités différemment des autres. Si l'on accepte l'énoncé de *Tanzer*, le jeu risque d'être faussé puisqu'il est relativement facile pour l'actionnaire majoritaire d'obtenir gain de cause en assemblée générale ¹⁰⁵. En plus, les administrateurs de la compagnie effectuant une telle transaction ne manqueraient-ils pas à leurs devoirs et obligations, puisqu'ils doivent agir en fonction du patrimoine qu'ils ont à gérer ou en tant que mandataires de l'ensemble des actionnaires ¹⁰⁶ ? Par contre, l'on ne peut ignorer le principe de l'affaire *Tanzer*. Il ne faut pas oublier que la règle de la majorité veut que celle-ci ait le droit de voter en fonction de ses intérêts. S'il faut veiller à ce que les intérêts de la compagnie ne soient point contrés par une opération *going private*, il ne faut pas que ces mêmes intérêts soient compromis par le refus de quelques actionnaires ¹⁰⁷. Il s'agit d'un exemple où les intérêts collectifs priment ceux de quelques actionnaires.

102. J. SMITH, *supra*, note 22, pp. 174 et ss. et 186 et ss. ; voir aussi *Sherwood v. Coleraine Quebec Asbestos Ltd. and Continental Asbestos Co. Ltd.*, [1955] C.S. 50, pp. 53-54.

103. *L.C.Q.*, art. 80 et 88 ; *L.S.C.C.*, art. 97 et ss.

104. *Supra*, note 97.

105. Voir *supra*, paragraphe 10.

106. *Sun Trust Co. Ltd. v. Bégin*, *supra*, note 44 ; *Bergeron v. Ringuet*, *supra*, note 44.

107. Voir *Dans l'affaire de la requête de Simco Ltée, en vertu de l'article 46 de la Loi des compagnies et ses détenteurs d'actions privilégiées classe A*, [1977] C.S. 358.

42. Les commissions des valeurs mobilières, dont c'est le rôle de surveiller les actes des conseils d'administration des compagnies faisant affaire sur le marché public et de protéger le public investisseur, disposent de certains pouvoirs pour prévenir une conduite abusive et elles n'hésitent pas à les utiliser¹⁰⁸. Elles peuvent émettre une ordonnance interdisant le commerce des valeurs mobilières de la compagnie¹⁰⁹ ou ordonner une enquête sur les agissements de la compagnie¹¹⁰. Par contre, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, dans son supplément à l'énoncé de politique 3-37, a exprimé certaines réserves sur la nature imprécise du *valid business purpose*; elle y déclare en effet :

We are reluctant to arrogate to ourselves the responsibility for application of such imprecise tests [...].¹¹¹

Elle a préféré instaurer des mécanismes de protection du marché public, ce qui n'empêche nullement les actionnaires d'avoir recours aux tribunaux de droit commun. Mais la Commission semble peu encline à réglementer elle-même le *valid business purpose* de toute compagnie publique; elle a indiqué dans une phrase lapidaire son opinion :

Minority shareholders may need a regulator to protect them from abuses but they do not require a nanny.¹¹²

Ce qui ne veut pas dire, cependant, que les commissions des valeurs mobilières — y compris la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario — écartent complètement ce critère¹¹³.

4. Le traitement équitable des actionnaires : le concept de *fairness*

4.1. Le comportement de la majorité: le rôle des tribunaux

43. Si le groupe détenant le contrôle peut exproprier sous certaines conditions les actions des minoritaires, il ne peut agir impunément. L'existence d'une procédure précise indiquée dans la loi, sont des limites à son pouvoir. Évidemment, le rôle que joue le tribunal varie selon la loi applicable¹¹⁴. Dans cette sous-section, nous n'avons nullement l'intention

108. *Queenswear (Canada) Ltd., Quegroup Investments Ltd.*, C.V.M.Q., ordonnance de cesser de faire le commerce des valeurs mobilières, *B.H.* vol. VIII, 31.

109. *L.V.M.Q.*, art. 63.

110. *L.V.M.Q.*, art. 35.

111. *CCH Can. Sec. L. Rep.*, vol. 3, par. 70100, p. 12697-20.

112. *Ibid.*

113. Voir *supra*, note 81.

114. Nos règles d'interprétation consacrent le principe que lorsqu'une chose *doit* être faite,

d'étudier en détail le comportement du tribunal dans des cas d'arrangements ou de compromis, d'acquisitions forcées ou de fusions. Cela pourrait facilement faire le sujet d'un autre article de revue. Nous nous contenterons simplement d'énumérer les principaux critères dégagés par les tribunaux dans ces diverses situations.

44. La Cour vérifie d'abord si les prescriptions du texte de la loi ont été suivies¹¹⁵. Ajoutons immédiatement qu'elle se montre extrêmement sévère, étant donné la nature confiscatoire des mécanismes permettant une

l'obligation de l'accomplir est absolue, alors que s'il est dit qu'une chose *peut* être faite, il est facultatif de l'accomplir ou non. Mais L.P. PIGEON, *Rédaction et interprétation des lois*, 2^e éd., Québec, Éditeur officiel du Québec, 1978, p. 23, précise que « peut » est souvent impératif d'une certaine manière, et en particulier, « quand il est attributif de juridiction judiciaire ou quasi-judiciaire ». C'est aussi l'opinion d'autres juristes. Cf. P. St. J. LANGAN, *Maxwell on the Interpretation of Statutes*, 12^e éd., Londres, Sweet and Maxwell, 1969, pp. 234-5; G. DWORKIN, *Odgers' Construction of Deeds and Statutes*, 5^e éd., Londres, Sweet and Maxwell, 1967, p. 375; S.G.G. EDGAR, *Craies on Statute Law*, 7^e éd., Londres, Sweet and Maxwell, 1971, p. 285. C'est-à-dire qu'un tribunal qui se voit confier une juridiction a le devoir de l'exercer, ce qui n'empêche nullement le tribunal d'exercer une certaine discrétion à l'intérieur de sa juridiction. Cette discrétion s'exerce sans aucun doute lors de l'étude par le tribunal d'un projet d'arrangement ou de compromis. Voir *Re Dairy Corporation of Canada Ltd.*, [1934] O.R. 436, p. 439 (motifs du juge Middleton):

I think it is incumbent upon the judge to ascertain if all statutory requirements which are in the nature of conditions precedent have been strictly complied with and I think the judge also is called upon to determine whether anything has been done or purported to have been done which is not authorized by this Statute. Beyond this there is, I think, the duty imposed upon the Court to criticize the scheme and ascertain whether it is in truth fair and reasonable.

Voir aussi *Re National Grocers Company Ltd.*, [1938] O.R. 142; *Re Langley's Ltd.*, [1938] 3 D.L.R. 230, pp. 232-233. Par contre, lors d'une procédure d'acquisition forcée, le rôle du tribunal, du moins en vertu de l'article 48 de la *Loi des compagnies*, consiste simplement à contrôler la régularité de l'opération, puisque le but de la législation est de permettre à la majorité d'éliminer la minorité de toute participation aux activités de la compagnie. Le pouvoir du tribunal consiste à accepter ou à rejeter la procédure. Par ailleurs, l'article 199(15) de la *L.S.C.C.* permet au tribunal de déterminer la juste valeur des actions.

115. *Re Julius G. Day and Canadian International Paper Company*, 29 C.B.R. 230, p. 232; *Re Shoppers City Ltd. and M. Loeb Ltd.*, [1969] 1 O.R. 450, p. 451; *Rathie v. Montreal Trust Co. and B.C. Pulp and Paper Co. Ltd. et al.*, [1953] 2 R.C.S. 204, motifs du juge Rand, pp. 210 et 215: « If the property of the minority shareholder is to be taken from him without his consent, then on a principle as old as the common law, the steps prescribed must be strictly followed. » Voir aussi *Re Waterhous and Koehring-Waterhous Ltd.*, [1954] 4 D.L.R. 839; *Re Canadian Breweries Ltd.*, [1964] C.S. 600; *Re John Labatt Ltd. and Lucky Lager Breweries Ltd.*, (1960) 20 D.L.R. (2d) 159; *In Re the acquisition by Quegroup Investments Ltd. of all the common shares of Queenswear (Canada) Ltd.: Quegroup Investments Ltd. et Robert S. Vineberg*, *supra*, note 12.

réorganisation corporative¹¹⁶. En présence d'irrégularités, elle refusera son accord à la procédure entreprise¹¹⁷.

45. Le groupe détenant le contrôle doit respecter les délais indiqués dans la loi et il doit faire parvenir à chaque actionnaire l'information nécessaire à une décision libre et éclairée¹¹⁸. Si un vote est nécessaire pour ratifier la décision prise par le conseil d'administration, le groupe détenant le contrôle devra obtenir le pourcentage, en nombre et en valeur, requis par la loi¹¹⁹. Le déroulement du scrutin ne doit pas donner lieu à des irrégularités, que ce soit au niveau des avis de convocation, des procurations, de l'assemblée ou des assemblées nécessaires à ce que chaque catégorie d'actionnaires vote en fonction de son groupe et de ses intérêts¹²⁰.

46. Le tribunal vérifie non seulement si la lettre de la loi a été respectée, mais aussi son esprit. Les tribunaux sont très réfractaires à ce qu'un groupe détenant le contrôle cherche à faire, par le biais d'une procédure, ce qu'ils n'ont pu faire par une autre. Par ailleurs, la majorité ne doit pas chercher à changer les règles du jeu une fois que celui-ci est en marche¹²¹. L'on verrait d'un mauvais œil, par exemple, qu'une offre d'achat se transforme soudainement en une offre d'acquisition forcée.

116. *Re Canadian Breweries Ltd.*, *supra*, note 115, [1964] C.S. 600, motifs du juge Collins, p. 604:

[...] petitioner must bring itself very clearly within the purport of the meaning of section 128 [la disposition d'alors dans la *Loi sur les corporations* fédérale équivalant au texte de l'article 48 de la *Loi des compagnies*] to exercise the rights which it claims.

117. *In re Canadian Cottons Ltd.*, 33 C.B.R. 38.

118. Voir *Goldex Mines Ltd. v. Revell et al.*, (1975) 7 O.R. (2d) 216, p. 224:

With the legislative trend obviously towards greater protection of shareholders by seeing that they receive certain information, truthfully and fairly presented, we see no difficulty in holding that shareholders are injured if they do not receive it, apart altogether from any breach of duty owed to the company itself. Where information is sent to the shareholders that is untrue or misleading, the duty to shareholders is breached, whether the senders were required by statute to send out that class of information, or whether they simply chose to do so.

The principle that the majority governs in corporate affairs is fundamental to corporation law, but its corollary is also important — that the majority must act fairly and honestly. Fairness is the touchstone of equitable justice, and when the test of fairness is not met the equitable jurisdiction of the Court can be involved to prevent or remedy the injustice which misrepresentation or other dishonesty has caused.

Voir aussi *Rathie v. Montreal Trust Co. Ltd. and B.C. Pulp and Paper Co. Ltd.*, *supra*, note 115, p. 213; *In re St. Lawrence Corporation Ltd.*, 28 C.B.R. 185, 188; *Re N. Slater Co. Ltd.*, 28 C.B.R. 31; *Re National Grocer Co. Ltd.*, *supra*, note 114, [1938] 3 D.L.R. 106; *Garvie v. Axmith et al.*, [1962] O.R. 65; *Bayshore Investments Ltd. et al. v. Endako Mines Ltd. (N.P.L.)*, *Placer Development Ltd. et al.*, [1971] 2 W.W.R. 622; *Re Ardiem Holdings Ltd.*, (1976) 67 D.L.R. (3d) 253.

119. *Re Langley's Ltd.*, *supra*, note 114, p. 244; *In re Eastern Dairies Ltd.*, 25 C.B.R. 36, p. 42.

120. *Re Langley's Ltd.*, *supra*, note 114; *In re St. Lawrence Corporation*, *supra*, note 118; *Caruth v. Imperial Chemical Industries Ltd.*, [1937] A.C. 707.

121. Deux exemples de ce principe lors de transactions *going private* se retrouvent à *Carlton*

47. La Cour hésite souvent à se prononcer sur le véritable caractère d'un projet de réorganisation corporative¹²². Par ailleurs, en vertu de la discrétion qui peut lui être accordée par la loi, dans les cas d'arrangements ou de compromis par exemple, elle peut avoir à porter un jugement de valeur. Le tribunal doit alors vérifier si la nature de l'arrangement ou du compromis est juste¹²³, ce qui ne veut nullement dire que l'arrangement ou le compromis doit être la meilleure formule possible¹²⁴. Dans le cas d'une acquisition forcée des actions — puisque la procédure a été introduite pour permettre à la majorité qui possède 90% ou plus des actions d'une compagnie d'éliminer une minorité indésirable — le pouvoir discrétionnaire du tribunal est limité, du moins semble-t-il en vertu de la *Loi des compagnies*¹²⁵.

Realty Co. Ltd. et al. v. Maple Leaf Mills Ltd. et al., *supra*, note 12; *Alexander et al. v. Westeel-Rosco Ltd. et al.*, *supra*, note 12; *Rossmere Holdings (1970) Ltd. v. Westeel-Rosco Ltd. et al.*, *supra*, note 12. Voir aussi *Re Canadian Breweries*, *supra*, note 115, pp. 602-603:

Section 128 does not contemplate the acquisition of the shares of a company on a piece-meal basis, that is on the basis that a transferee company can make an offer at any time for a selected group of shares out of a class and then apply the provisions of section 128 to acquire the remaining shares in that group if ninety-ninths of the shares in such group have been so acquired.

Voir aussi *Re John Labatt*, *supra*, note 115, p. 163:

[...] the legislation is confiscatory in character, and the power to take shares even at a fair and just value can only be exercised if there has been full disclosure to the shareholders of all the essential facts at the very outset.

Re Dad's Cookie Co. (B.C.) Ltd., (1970) 7 D.L.R. (3d) 243, pp. 251 et ss.; *Esso Standard v. J.W. Enterprises Inc. et al.*, [1963] 1 R.C.S. 144.

122. *Re Hoare and Co. Ltd.*, [1933] All E.R. 105, 107; *Carruth v. Imperial Chemical Industries Ltd.*, *supra*, note 120; *Re Langley's Ltd.*, *supra*, note 114, pp. 233-234:

The scheme propounded must scrupulously regard the rights of minority shareholders and must under all the circumstances be fair to them. What is fair from a business standpoint can generally best be judged by the opinions of businessmen rather than Judges.

123. *Re Langley's Ltd.*, *supra*, note 114; *In re St. Lawrence Corporation*, *supra*, note 118, p. 188:

It is in the nature of a compromise where each class makes some sacrifice of its rights and privileges and must be substantially fair.

Voir aussi *Re Western Canada Flour Mills Ltd.*, [1945] 1 D.L.R. 589, p. 591; *Re Second Standard Royalties Ltd.*, (1930) 66 O.L.R. 288; *In Re Canadian Cottons Ltd.*, *supra*, note 117, p. 39:

[...] the Court is not entitled to substitute its judgment for the judgment of the preferred and the common shareholders if a scheme is not otherwise illegal, improper or unfair in any way.

124. *Re Shoppers City Ltd.*, *supra*, note 115, p. 453:

[...] all of this evidence does not indicate that the price offered was an unfair one. It merely suggests that, possibly, a higher price could have been obtained. The fact that Mr. King regards the offer as unfair is not sufficient. The question is whether the offer was unfair to the body of shareholders as a whole [...].

125. Comparer les textes de *L.C.Q.*, art. 48 et *L.S.C.C.*, art. 199.

48. Un exemple particulièrement représentatif des transactions *going private* démontre le rôle que le tribunal peut être appelé à jouer.

49. La compagnie Queenswear (Canada) Ltd. avait été incorporée en vertu de la *Loi sur les corporations* fédérale. En février et en mars 1973, quelques 400 000 actions étaient offertes au public à un prix de \$8.25 par action. Une moitié des actions étaient vendues par la corporation et le reste par les six actionnaires majoritaires. Le capital-actions de la corporation se composait de 886 850 actions dont 486 850 appartenaient aux six actionnaires majoritaires¹²⁶. Cinq des actionnaires majoritaires formèrent une corporation « bidon » dont le seul actif était les 486 850 actions de Queenswear (Canada) Ltd. À la suite d'une offre d'achat, 358 156 actions furent acquises par Quegroup Investments Ltd. au prix de \$3.50 l'action. La corporation entreprit alors une procédure d'acquisition forcée pour acheter les 29 894 actions non vendues.

Le juge Colas refusa la sanction du tribunal parce que le délai de quatre mois n'était pas encore écoulé et que le tribunal trouvait l'offre « utterly shocking »¹²⁷. Voici le commentaire du juge sur l'offre d'acquisition :

After having decided in 1973 that the Company become public, and having sought public funds, they now attempt, two and a half years later, by way of a company that they own totally, to forcibly acquire the minority shareholders at the price of \$3.50.¹²⁸

C'est l'une des rares fois où un tribunal s'est prononcé carrément contre une offre d'acquisition en la qualifiant de manifestement injuste. Quels furent les critères du tribunal ?

The offer made by the Petitioner is unfair in that the price of \$3.50 per share is far less than the net book value of \$6.30 per share. The Offer (exhibit A-4) mentions on its page 6 the « net tangible book value as being approximately \$4.93 per share ». It seems that it is on the basis of this net tangible book value and taking into consideration the market price prevailing at the time that the price offered was fixed at \$3.50.¹²⁹

50. Selon la conclusion du tribunal, il y a eu une tentative de fraude perpétrée par les actionnaires majoritaires à l'encontre de la minorité. C'est en consultant les états financiers de la compagnie que le tribunal s'est rendu compte de l'injustice et de l'iniquité de l'offre. Ce genre de conduite peut donc être qualifiée de conduite

[...] affirmatively, patently, obviously and convincingly [...] unfair

126. Ce groupe détenait donc 54.8% des actions.

127. P. 7 du jugement intégral, *supra*, note 31.

128. *Ibid.*

129. Pp. 10 et 11 du jugement intégral.

selon les termes du juge Vaisey dans l'arrêt *In Re Sussex Brick Ltd.*¹³⁰. Une telle manœuvre permet au tribunal de refuser sa sanction à l'acquisition forcée. Voici ce qu'en pensait le tribunal :

After examining the notes to the consolidated financial statements as at October 31, 1975... and in particular note no. 1(c) which reads as follows :

The excess of cost over book value of certain subsidiaries at dates of acquisition is not being amortised as, in the opinion of management no diminution in value has occurred.

The Court cannot but think that the Petitioner has misled the shareholders of the Company in mentioning only in the Offer the « net tangible book value », as the real value of the shares is far in excess of \$4.93, thus making the price of \$3.50 grossly inadequate and unfair. It is to be noted also that the sales have increased considerably from year to year. The fact that the stock market price was much less than \$3.50 is not necessarily relevant in this case, as the Company is relatively small, its shares were closely held and there was very little trading in them.¹³¹

Le tribunal dans cette cause a donc dégagé certains principes qui pourraient s'appliquer dans d'autres litiges de ce genre. Avouons cependant que la tâche du juge Colas fut facilitée par le fait que Quegroup Investments n'avait nullement tenu compte des délais prescrits par la loi. Le tribunal pouvait donc refuser le projet d'après ce seul motif. Mais ce qui rend doublement intéressant ce jugement, c'est le critère que tente d'établir le tribunal en rattachant le montant de l'offre d'acquisition à la valeur réelle des actions. Par ailleurs, la description par le magistrat des activités du groupe détenant le contrôle démontre bien le côté inéquitable des transactions *going private*¹³².

4.2 La fixation d'une juste compensation : le rôle des tribunaux

51. Le problème du prix offert à l'actionnaire minoritaire constitue le second facteur important de l'équité et de la justice d'une transaction *going private*. Dans la plupart des cas, à notre connaissance, l'offre se chiffre à un montant supérieur à la valeur sur le marché où se transigent les actions, mais inférieur à la valeur réelle. Ce dilemme est peut-être moins aigu lorsque l'opération *going private* se fait par le biais d'une offre d'acquisition¹³³ ; à ce moment, le jeu de l'offre et de la demande peut peut-être compenser, en ce sens qu'une majorité d'actionnaires ne se rallieront à

130. (1961) Ch. 289.

131. P. 11 du jugement intégral.

132. Ce jugement fut porté en appel, mais il y eut désistement le 2 fév. 1977.

133. *L.V.M.Q.*, art. 113 et ss. ; *L.S.C.C.*, art. 187 et ss.

l'acheteur que s'ils sont satisfaits du prix. Par contre, il ne faut pas oublier ce que nous indiquions plus tôt à propos de la nature coercitive d'une telle démarche¹³⁴.

52. Certaines opérations *going private* exigent une sanction judiciaire et quelquefois, d'après la loi, le tribunal doit se prononcer sur l'offre avant de l'accepter ou de la rejeter¹³⁵. Parfois, c'est le tribunal qui doit déterminer le prix des actions¹³⁶.

4.2.1. Le droit à la dissidence

53. La procédure prévue à l'article 184 de la *L.S.C.C.* est de création récente et vise à corriger les lacunes de l'ancien droit¹³⁷. Elle permet à un actionnaire, dans des cas précis déterminés par la loi, de faire valoir sa dissidence et d'exiger de se faire verser par la société la juste valeur de ses actions. Ce qui veut dire que lors d'une transaction *going private*, un actionnaire minoritaire se sentant lésé par l'offre qui lui est faite, pourra par ce moyen faire appel au tribunal pour obtenir un meilleur prix pour ses actions¹³⁸.

54. Cette disposition étant de droit nouveau, la jurisprudence canadienne n'a pas encore précisé la portée des mots utilisés dans le texte de la loi. Il est à espérer que cette situation soit corrigée dans les plus brefs délais.

55. Cette procédure est semblable à celle qui est prévue à l'article 199 de la même loi, en ce sens que le tribunal doit se prononcer sur le caractère juste et équitable du prix offert pour la valeur des actions. Cependant, dans les cas d'acquisition forcée, le tribunal a le choix d'entériner ou de rejeter le projet, alors que dans la procédure prévue à l'article 184 le rôle du tribunal se limite à statuer sur ce qui constitue la juste valeur des actions. Nous croyons aussi que le fardeau de la preuve dans les deux procédures n'est pas le même. Lors de la procédure d'acquisition forcée, ce fardeau repose sur les épaules de l'actionnaire minoritaire dissident alors que, dans le cas de l'article 184, il ne repose ni sur les épaules des administrateurs de la compagnie, ni sur celles de la minorité. C'est la cour qui fixe la juste valeur.

134. Voir *supra*, paragraphe 11.

135. *L.C.Q.*, art. 46 et 48.

136. *L.S.C.C.*, art. 184(21) et 199(15).

137. Cette procédure est l'une des principales réformes apportées à l'ancienne *Loi sur les corporations commerciales canadiennes*.

138. Cette situation s'est produite dans l'arrêt *Neonex International Ltd. v. Kolasa et al.*, *supra*, note 12.

56. L'actionnaire qui veut se conformer à la procédure de l'article 184 est fondé, dès l'entrée en vigueur des mesures approuvées par la résolution à propos de laquelle il a fait valoir sa dissidence, à se faire verser par la société la juste valeur des actions, fixée à l'heure de fermeture des bureaux la veille de la date de la résolution. Cette mesure est discutable car elle ne permet nullement à l'actionnaire de jouir de toute augmentation de la valeur des actions qui serait due, par exemple, à la spéculation, puisque le texte de la loi ajoute qu'il n'est pas tenu compte des fluctuations provoquées par le changement corporatif proposé¹³⁹. D'après la loi, la société ne peut effectuer aucun paiement aux actionnaires dissidents, s'il existe des motifs raisonnables de croire que, de ce fait, elle ne pourrait acquitter son passif à échéance ou que la valeur de réalisation de son actif serait inférieure à son passif¹⁴⁰.

57. La question des délais est extrêmement significative. Par exemple, l'actionnaire dissident peut, si la société n'a pas procédé dans les délais requis, demander au tribunal un délai additionnel de vingt jours, ce qui lui permettrait de prendre position sur l'offre¹⁴¹. Le principe est le même que dans la procédure d'acquisition forcée. Il s'agit de permettre à l'actionnaire dissident de réfléchir sur les conditions de l'offre. Il ne faut pas qu'il se laisse manipuler par des actionnaires majoritaires sans scrupules.

58. Les actionnaires dissidents dont la société n'a pas acheté les actions sont liés par la décision du tribunal et ils doivent être mis en cause¹⁴². Ceci est une question de procédure. La société a par ailleurs l'obligation d'aviser chaque actionnaire de la date, du lieu et de la conséquence de la demande¹⁴³. Il est du devoir du tribunal de fixer la juste valeur des actions¹⁴⁴. Il peut s'adjoindre des estimateurs pour l'aider à calculer la juste valeur de ces actions¹⁴⁵. L'ordonnance indique la valeur des actions fixée par le tribunal¹⁴⁶.

59. Si la société est dans l'un des cas mentionnés plus haut, et si elle est dans l'impossibilité de rembourser légalement les actionnaires, elle doit dans les dix jours du prononcé de l'ordonnance du tribunal en aviser

139. *L.S.C.C.*, art. 184(3). Sur ce point cf. A. BRUUN et M. LANSKY, « The Appraisal Remedy for Dissenting Shareholders in Canada: Is It Effective? », (1978) 8 *Man. L. J.* 683; R. THÉBERGE, « L'exercice du droit de dissidence en vertu de l'article 184 de la nouvelle loi sur les corporations canadiennes », (1977) 8 *R.G.D.* 33.

140. *L.S.C.C.*, art. 184(26).

141. *L.S.C.C.*, art. 184(16).

142. *L.S.C.C.*, art. 184(19A).

143. *L.S.C.C.*, art. 184(19B).

144. *L.S.C.C.*, art. 184(20).

145. *L.S.C.C.*, art. 184(21).

146. *L.S.C.C.*, art. 184(22).

chacun d'eux¹⁴⁷. À ce moment, il est possible à l'actionnaire dissident de retirer son avis dans les trente jours de la réception de l'avis de la société ou de conserver la qualité de créancier pour être remboursé dès que celle-ci sera légalement en mesure de le faire¹⁴⁸. S'il y avait une liquidation de la société, ces actionnaires dissidents seraient colloqués après les droits des autres créanciers, mais par préférence aux actionnaires¹⁴⁹.

Il est facile de conclure que par cette procédure le législateur a tenu à protéger l'actionnaire dissident. Comme dans la procédure d'acquisition forcée, par exemple, il est évident que les tribunaux appliquent ces délais et ces procédures à la lettre. Par contre, le législateur tient aussi à protéger les actifs de la société en créant certaines situations où il sera impossible à celle-ci d'accorder la juste valeur des actions.

60. L'élément le plus critique demeure le rôle du tribunal. C'est lui qui doit fixer la juste valeur des actions. Et c'est évidemment ce concept qui devra retenir notre attention. Puisque l'actionnaire minoritaire se verra déposséder de son droit de propriété sur ses actions dans la compagnie, il est probable que les tribunaux verront à accorder une compensation monétaire juste et équitable. Mais il sera difficile aux juges de fixer des normes objectives puisque chaque situation donnera lieu à une étude des faits du litige. Comment peut-on obtenir cette juste valeur? Il faut souligner que la cause la plus importante dans ce domaine demeure celle de *Re Wall and Redekop Corporation* où le tribunal confia à un estimateur le soin de faire une évaluation de la juste valeur des actions¹⁵⁰. Il s'agissait d'une affaire jugée en vertu du droit de la Colombie-Britannique. Le tribunal, sans indiquer sa préférence, fit observer qu'il y avait trois façons de déterminer une valeur juste et équitable:

That value may be determined by reference to the market value of the shares on the stock exchange, by calculating the net asset value or the amount to be obtained upon a hypothetical liquidation, or the investment value of the shares based on a capitalization of the earnings of the company.¹⁵¹

Il est possible qu'éventuellement ces principes soient appliqués lors d'un litige soumis au tribunal en vertu de l'article 184. Dans l'arrêt *Robertson et al. v. Canadian Cannery Ltd.*¹⁵², le magistrat a souligné l'absence de certains documents financiers importants pour fixer la juste valeur des actions. Il semble donc que les tribunaux se sentiront obligés

147. L.S.C.C., art. 184(24).

148. L.S.C.C., art. 184(25A) et (25B).

149. L.S.C.C., art. 184(25B).

150. (1975) 50 D.L.R. (3d) 733. Voir aussi A. BRUUN et M. LANSKY, *supra*, note 139.

151. *Id.*, p. 737.

152. [1979] 4 B.L.R. 290, p. 291.

d'étudier les états financiers de la corporation pour arriver à déterminer la juste valeur. Ils ne se limiteront certainement pas à la simple valeur sur le marché boursier.

4.2.2. L'arrêt *Neonex*

61. À ce jour, il n'existe que deux arrêts portant sur l'application du droit à la dissidence. Dans l'arrêt *Neonex International Ltd. v. Kolasa et al.*¹⁵³, il s'agissait d'une transaction *going private*. Une fusion entre la compagnie Neonex International Ltd. et Jim Pattison (British Columbia) Ltd. donna lieu à une tentative d'élimination de la minorité par l'actionnaire majoritaire, Jim Pattison. Les procédures prévues par le droit des compagnies fédéral et le droit des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique avaient été suivies à la lettre. La majorité des actionnaires acceptèrent l'offre d'achat de leurs actions à \$3.00 par action, comme prévu lors de l'accord de fusion. Les intimés s'objectèrent et se déclarèrent dissidents. Neonex offrit alors de leur payer la juste valeur des actions au prix de \$2.50 par action. La compagnie demanda au tribunal de fixer la juste valeur des actions tandis que les intimés réclamèrent la nomination d'un évaluateur.

Le juge se montra dur pour la compagnie :

If a shareholder wants to acquire all the other shares in the company by using the amalgamation sections rather than the forcing-out provisions, then the law will be particularly concerned over the rights of the dissenters. Their property is being expropriated. It has always been the policy of the common law to protect the rights of the minority as against the abuse of an unreasonable majority. This is more so where an individual's property is being taken by the majority and it is claimed there has not been adequate compensation.¹⁵⁴

Il s'opposa à la requête parce que la valeur aux livres des actions était supérieure à l'offre d'achat, que la compagnie n'avait pas indiqué comment elle était parvenue à fixer le prix des actions à \$3.00, et que la compagnie Neonex était contrôlée par l'actionnaire majoritaire. Le juge conclut de la façon suivante :

1. The burden of proof on a petition such as this rests on the petitioner to establish the fair value of the shares as alleged by it.
2. Where a reasonable argument can be made out that such an assessment may be faulty, the dissenters ought to have a hearing.
3. Because there are contested issues of fact, the proceeding by way of a petition must be converted into an action, the petitioner made plaintiff and the dissenters defendant.¹⁵⁵

153. *Supra*, note 12.

154. *Id.*, pp. 12-13.

155. *Id.*, p. 15.

62. Ce jugement est peut-être acceptable en équité, en ce sens que l'actionnaire majoritaire a voulu se servir d'un procédé légal dans le but d'éliminer les actionnaires minoritaires, et qu'en l'espèce, la minorité était certainement lésée. Cependant, il est discutable en droit. Il a d'ailleurs été critiqué sévèrement¹⁵⁶.

63. Nulle part dans la loi est-il indiqué que le fardeau de la preuve doit être supporté par les administrateurs de la compagnie. D'ailleurs, sur ce point précis, le jugement n'a pas été suivi. Dans l'arrêt *Robertson et al. v. Canadian Cannery Ltd.*¹⁵⁷, le tribunal a indiqué

I do not believe, however, that in an action such as this where the duty is upon the Court to determine what the fair value is, that there is any real onus of proof on either party because the Court must come to a conclusion itself.¹⁵⁸

Cet énoncé du tribunal est beaucoup plus conforme au texte de loi.

64. Les deux arrêts sont en accord, par contre, sur un autre point : un procès devra déterminer la juste valeur des actions dans le cas d'une contestation par les actionnaires dissidents¹⁵⁹. La compagnie doit alors se porter demanderesse, tandis que les actionnaires dissidents constituent la partie défenderesse. Ceci nous semble contraire au texte de loi, qui indique seulement que le rôle du tribunal consiste à fixer la juste valeur des actions¹⁶⁰. La motivation du juge dans l'arrêt *Neonex* est certes discutable, mais elle est compréhensible, vu les problèmes soulevés par ce genre de situation :

Where an amalgamated company has only one easily appraised piece of property, the appointment of an independent appraiser might be appropriate. It is not suitable for this kind of a complaint, due to the complex nature of operations of New Neonex...

There are seriously contested issues of fact to be resolved. A petition is not an appropriate vehicle to handle this kind of a dispute. Issues are not crystallized as in an action because pleadings are not exchanged. Consequently, discovery, if allowed, is unwieldy, and the advantages of testing the admissibility of evidence on the basis of the issues as raised in the pleading is lost.¹⁶¹

65. Il est donc possible qu'un actionnaire minoritaire évincé lors d'une transaction *going private* se serve de la procédure prévue à l'article 184 L.S.C.C. pour obtenir la juste valeur de ses actions de la compagnie. Il

156. B.G. HANSEN, « Annual Survey of Canadian Law : Corporation Law », 10 *Ottawa L. Rev.* 617, pp. 708-9.

157. *Supra*, note 152.

158. *Ibid.*, aux pp. 292-293.

159. *Supra*, note 12, p. 14; (1979) 4 B.L.R. 290, p. 292.

160. B.G. HANSEN, *supra*, note 156, p. 709.

161. (1978) 3 B.L.R. 1, p. 14.

lui serait ainsi possible, à condition que la compagnie soit incorporée selon la loi fédérale, de recourir au tribunal pour obtenir justice. Et il est fort probable que le juge utiliserait des critères financiers pour fonder sa décision. La juste valeur des actions serait donc un critère subjectif, applicable dans une situation donnée.

4.2.3. L'arrêt *Ripley*

66. Dans l'affaire *Re Ripley International Limited*¹⁶², une transaction *going private* effectuée en vertu de l'article 194 du *Business Corporations Act*¹⁶³ fut invalidée. Le tribunal s'est basé en partie sur les dispositions des lettres patentes de la corporation et sur une analyse de son historique. Les actionnaires majoritaires offraient de racheter les actions ordinaires de la minorité au prix de \$5.00 l'action. Ces actions se transigeaient entre \$1.60 et \$3.00 sur le marché de la Bourse. La majorité possédait 97.5% des actions de la compagnie et elle avait soumis à la Cour un projet de consolidation d'actions (une nouvelle action équivalait à 5000 anciennes) qui permettrait l'élimination de la minorité. S'appuyant sur l'arrêt *Re P.L. Robertson Manufacturing Co.*¹⁶⁴, la Cour a admis qu'une reclassification d'actions pouvait se faire par le biais d'un compromis ou arrangement¹⁶⁵. Elle rejeta cependant le prix suggéré.

The small shareholders, who would not be permitted to continue under the proposed arrangement, were invited originally to invest in a public corporation. If their shareholdings are now to be eliminated against their wishes, in order to permit the applicant — and that means the few continuing shareholders of the applicant — to enjoy tax savings as a private corporation, then the price to be paid for their shareholdings would not be fair and reasonable, in my judgment, unless it reflected a pro rata participation in the anticipated tax savings. In other words, their shareholdings should be valued as if they would have been able to remain as shareholders in the newly constituted private corporation¹⁶⁶.

L'on voit dans cet arrêt que le tribunal a admis le principe de l'élimination des actionnaires minoritaires, mais qu'il considère que cette élimination ne peut se concevoir que dans le respect de la notion de *fairness*. Cette notion, dans cet arrêt, est appliquée au prix offert pour les actions de la minorité. Puisque celle-ci ne pourra plus bénéficier de sa participation aux activités de la compagnie, il faut que ce départ

162. *Supra*, note 12.

163. R.S.O. 1970, c. 53.

164. (1975) 7 O.R. (2d) 98.

165. Nous ne croyons pas que cette partie de l'arrêt soit applicable en droit québécois, puisque la *L.C.Q.* prévoit des procédures différentes en ces domaines aux art. 46 et 52.

166. (1977) 1 B.L.R., *supra*, note 12, aux pp. 273-4.

se fasse selon des conditions qui prennent en considération les avantages que retirera la majorité du nouveau statut de la compagnie. Et ces avantages sont distribués au prorata de l'ensemble des actionnaires pour les compenser. Fait à remarquer, le juge a ignoré les dispositions du droit fédéral et a préféré — même s'il n'y était pas obligé — suivre le droit de la Colombie-Britannique, où les bénéfices réalisés après la transaction peuvent être inclus dans la détermination de la juste valeur.

67. La solution ingénieuse du magistrat dans cette affaire suggère le type d'approche que les tribunaux québécois auront à envisager dans les années à venir si le phénomène des transactions *going private* se propage au Canada comme il le fait aux États-Unis. Le juge a considéré la transaction sous tous ses aspects, a évalué l'équité du projet et a proposé une solution. Il a ainsi protégé adéquatement les intérêts de la minorité en lui permettant d'obtenir des avantages qui n'avaient pas été envisagés par la majorité.

4.3. Le rôle de la Commission des valeurs mobilières

4.3.1. L'exemple américain : l'établissement d'un critère de *fairness*

68. La Cour suprême des États-Unis, dans l'affaire *Green*, a indiqué que l'article 10(b) du *Securities Exchange Act* et le *Rule 10b-5* avaient comme but d'interdire les manœuvres frauduleuses dans le commerce des valeurs mobilières. Une opération qui n'était pas juste et équitable pour la minorité ne devenait pas nécessairement illégale en elle-même. Mais la Cour ne s'est pas prononcée sur les autres dispositions du *Securities Exchange Act*. La Commission des valeurs mobilières des États-Unis se croit ainsi autorisée à imposer des exigences de droit matériel en vertu d'autres dispositions de la loi¹⁶⁷. Constituera donc une manœuvre frauduleuse en vertu de la nouvelle réglementation un procédé *going private* qui est « unfair to unaffiliated security holders ».

69. La Commission n'a pas défini ce critère de *fairness*, en ce sens que l'appréciation du caractère « unfair to unaffiliated security holders » est considérée comme une question de fait. Les actionnaires minoritaires sont identifiés par la Commission : ce sont ceux qui ne sont pas membres du groupe qui détient le contrôle de la compagnie, ou qui ne sont pas contrôlés par la compagnie. Si la Commission refuse d'imposer des critères rigides de *fairness*, elle envisage la présence de certains éléments : l'approbation de l'opération *going private* par la majorité des actionnaires minoritaires ; un

167. Voir *supra*, par. 29.

juste prix pour la valeur des actions détenues par ces actionnaires ; la négociation d'une entente avec les actionnaires minoritaires représentés par une personne qui n'est pas liée avec le groupe détenant le contrôle ; des conditions justes et équitables pour la minorité. La Commission considère aussi le but de l'opération ; les conséquences fiscales pour les actionnaires qui seront éliminés de la compagnie à la suite de l'opération *going private* ; les bénéfices qui en résulteront pour le groupe détenant le contrôle ; l'utilisation de fonds corporatifs pour effectuer l'opération ; la stricte conformité de l'opération avec les lois de l'État et la réglementation en vigueur au lieu où la compagnie a été constituée¹⁶⁸.

70. La réglementation proposée respecte le but du *Securities Exchange Act* et des lois des valeurs mobilières en imposant des normes de divulgation¹⁶⁹ ; mais le règlement 13e-3 cherche ainsi à imposer un traitement équitable de la minorité lors d'une transaction *going private*. En effet, une transaction qui ne respecte nullement les critères de *fairness* que retient la Commission sera contraire au règlement et de ce fait prohibée. Certains de ces critères retiennent particulièrement l'attention, notamment l'idée que l'opération doit recevoir l'accord d'une majorité des actionnaires que l'on cherche à éliminer et l'obligation de traiter ces actionnaires de manière équitable sur le plan financier. Ce sont sans aucun doute ces deux éléments qui sont à la base du dilemme soulevé par les opérations *going private*.

71. De cette façon, le risque d'injustice inhérent au vote sur l'acceptation ou le refus d'une transaction *going private*, procédure qui laisse peu de pouvoir de négociation à la minorité, est habilement circonscrit. Par ailleurs, une compensation adéquate, qui tient compte non seulement du prix des actions sur le marché, mais aussi de leur valeur aux livres, de la valeur globale de l'entité corporative, et des conséquences financières de l'opération pour le groupe détenant le contrôle et pour la minorité, permet de rétablir un certain équilibre dans le traitement financier de l'ensemble des actionnaires. Ainsi, l'une des grandes sources d'injustice se trouve éliminée.

72. La Commission, en considérant ces facteurs comme constitutifs d'un traitement équitable, compense l'injustice du procédé et favorise le respect de l'esprit de la législation sur les valeurs mobilières. Il reste à déterminer si, en agissant ainsi, elle ne s'éloigne pas des objectifs traditionnellement assignés à l'article 13e¹⁷⁰.

168. Voir « *Going Private Transactions by Certain Issuers or Their Affiliates* », *supra*, note 74, art. (b)(i) du projet de règlement, ainsi que les exemples (A) à (J).

169. Voir *supra*, paragraphe 32.

170. Voir *supra*, note 75 et le texte correspondant.

4.3.2. L'exemple ontarien : la détermination de la valeur des actions

73. La Commission des valeurs mobilières de l'Ontario considère, dans son supplément à l'énoncé de politique 3-37, que la pratique des transactions *going private* mérite une étude particulière puisqu'elle ne s'est implantée que parce qu'elle comporte des bénéfices pour le groupe détenant le contrôle¹⁷¹. Cela ne veut pas dire, cependant, que toutes ces transactions soient en elles-mêmes injustes. La Commission l'a d'ailleurs indiqué dans son document de travail :

The public corporation which goes private may, after completion of the transaction, be a leaner, more flexible enterprise, better able to receive a price for their shares that is higher than would otherwise have been available to them, and may for that reason be pleased with the transaction.¹⁷²

La Commission n'intervient pas dans les cas où «these transactions are implemented on a basis that is not unfair to the minority»¹⁷³. Mais la Commission se réserve un droit d'intervention si la minorité qui s'estime lésée démontre le caractère abusif de la transaction¹⁷⁴. La Commission cherche ainsi à protéger l'investisseur qui a pris un risque en participant au marché boursier et misé sur le fonctionnement normal de ce marché. La politique adoptée par la Commission permet aux actionnaires minoritaires de juger du caractère juste et équitable de l'opération.

74. Le supplément à l'énoncé de politique 3-37 rend obligatoire une évaluation du prix des actions de la compagnie visée par la transaction *going private*, à moins d'une dispense de la Commission¹⁷⁵. Que doit contenir cette évaluation ?

The valuation [...] should disclose the basis of computation, the scope of the review, the relevant factors and their values and key assumptions on which the valuation is based. The summary should also disclose the event to which any material advantage to the remaining shareholders to be gained as a result of "going private" has been considered in the valuation.¹⁷⁶

Cette évaluation doit être soumise à la Commission et aux actionnaires minoritaires¹⁷⁷. La Commission fonde cette exigence sur le devoir de *fairness* envers la minorité ; l'évaluation des actions est en effet confiée à un orga-

171. *Supra*, note 30, p. 12697-17.

172. *Id.*, pp. 12697-17 et 12697-18.

173. *Id.*, p. 12697-18.

174. *Id.*, pp. 12697-17 et 12697-18.

175. *Supra*, note 82.

176. *Ibid.*

177. *Ibid.*

nisme indépendant. Cette politique ne veut pas dire que le prix offert à la minorité sera toujours égal au prix véritable des actions fixé par l'évaluation¹⁷⁸.

75. L'utilité de l'évaluation dans l'esprit de la Commission est la suivante :

They improve the ability of minority shareholders to assess the adequacy of the price offered and the extent of the benefit accruing, or potentially accruing, to the controlling group.¹⁷⁹

Elle permet donc à la minorité de connaître la valeur de ses actions et le profit qu'escompte faire le groupe détenant le contrôle à la suite de l'opération *going private*. Puisque la valeur des actions n'est pas liée à leur valeur sur le marché — la Commission recommande entre autres de tenir compte du facteur *going concern*, des « liquidation assumptions » et des « other relevant factors and assumptions » —, il est possible d'offrir à la minorité une compensation adéquate pour la perte de toute participation subséquente aux affaires de la compagnie¹⁸⁰. D'ailleurs, la Commission semble pencher vers l'utilisation d'une évaluation des actions dans la plupart des cas d'éliminations forcées d'actionnaires « involving mandatory disposal of dissentient interests »¹⁸¹. Cette politique diffère quelque peu de celle de la Commission des valeurs mobilières des États-Unis, mais vise le même but.

4.3.3. L'exemple ontarien : la détermination de la majorité

76. Le second élément requis par la Commission est l'acceptation des modalités de la transaction *going private* par une majorité des actionnaires minoritaires. Et, lorsque la compensation offerte n'est ni en argent liquide ni en valeurs mobilières rapidement liquidables, une majorité renforcée des deux tiers est nécessaire. Lorsque la transaction s'effectue à la suite d'une offre d'acquisition, ceux qui auront accepté l'offre pourront être inclus dans le calcul de la majorité si l'intention d'effectuer une transaction *going private* a été divulguée avant le dépôt de l'offre et si on a déjà procédé à l'évaluation des actions. Même si l'acceptation de l'offre entraîne des conséquences fiscales dès avant la seconde phase de la transaction *going private*, les actionnaires ayant accepté l'offre peuvent être inclus dans le calcul de la majorité si l'acceptation est maintenue sept jours après le vote sur la seconde phase de la transaction¹⁸². Si la majorité contrôle 90% ou

178. Cf. I.R. CAMPBELL and W.D. STEELE, *supra*, note 11, p. 29.

179. *Supra*, note 30, pp. 12697-18 et 12697-19.

180. *Supra*, note 82.

181. *Id.*, p. 12697-20.

182. *Id.*, p. 10297-22.

plus des actions de la compagnie, elle n'est pas tenue de consulter les actionnaires, à condition qu'il existe une procédure légale de fixation du prix des actions ou un recours équivalent. Un tel recours existe, par exemple, dans la *Loi sur les sociétés commerciales canadiennes*.

77. La Commission a retenu cette exigence pour atténuer le caractère coercitif d'une transaction *going private*. Comme elle l'indique dans son document de travail :

Experience with the test indicates, in our view, that the situations where it is most obviously beneficial are those in which a group of minority shareholders is so outraged by the terms of the transaction as to be prepared to combine in opposition to it.¹⁸³

Et ainsi qu'elle l'indique, la seule existence de ce critère pourrait avoir un effet psychologique :

The very existence of the test may well have an impact on the majority in formulating the terms of the transactions.¹⁸⁴

Si cette exigence ne pouvait être appliquée d'une façon efficace à une transaction *going private*, la Commission affirme son droit d'intervenir « insofar as our statutory powers permit, in any of these transactions that we feel are abusive to the rights of the minority »¹⁸⁵. Et, puisque l'interprétation par les tribunaux des pouvoirs accordés aux commissions des valeurs mobilières est assez libérale, nous croyons que cet énoncé ouvre une possibilité d'intervention assez grande. Mais la Commission introduit une réserve en précisant : « it would be necessary that the abusive nature of the transaction be expeditiously demonstrated if we are to intervene »¹⁸⁶.

78. Un exemple où cette démonstration n'a pas été faite à la Commission est l'affaire *In the matter of Cablecasting Limited*¹⁸⁷. Il s'agissait d'une transaction *going private* par laquelle l'on cherchait à éliminer la minorité en redistribuant le capital-actions de la compagnie. La Commission ne s'est pas opposée au projet, puisqu'une évaluation du prix des actions avait été faite par un organisme indépendant et que la compagnie s'était engagée à ne pas effectuer la transaction sans obtenir le consentement de la majorité des actionnaires que l'on voulait exproprier. De plus, elle a jugé que la divulgation des renseignements avait été correctement faite. L'intérêt de la décision concerne le rôle que la Commission estime devoir jouer dans ces situations. Elle se considère en effet comme une

183. *Supra*, note 30, p. 12697-19.

184. *Ibid.*

185. *Id.*, p. 12697-20.

186. *Ibid.*

187. *Ontario Securities Commission Bulletin*, fév. 1978, pp. 37-50.

instance de recours pour ceux que l'on dépossède de leurs actions. Elle reconnaît qu'en vertu des pouvoirs discrétionnaires que lui confère la loi, de son devoir de protection des investisseurs et de la rapidité de sa procédure, il peut être avantageux de s'adresser à elle plutôt qu'au tribunal. Par contre, la Commission reconnaît que les tribunaux, et ce par la nature même du recours judiciaire, peuvent faire ressortir tous les éléments d'une transaction *going private*.

79. La Commission des valeurs mobilières a rejeté l'idée d'une application rigide et arbitraire du critère de *fairness*. Par contre, en exigeant qu'une transaction *going private* soit ratifiée par une majorité des actionnaires que l'on recherche à expulser, elle atténue le désavantage numérique de la minorité. La Commission croit par ailleurs que, si plus de la moitié des actionnaires visés par la transaction sont d'accord, c'est que celle-ci permet un traitement juste et équitable de la minorité et une compensation avantageuse. Cette politique est semblable à celle que la Commission des valeurs mobilières des États-Unis se propose d'adopter.

80. Les Commissions des valeurs mobilières des États-Unis et de l'Ontario, n'étant pas insensibles aux iniquités inhérentes aux transactions *going private*, ont donc élaboré certains mécanismes spécifiques visant à mieux protéger l'actionnaire minoritaire. Ces divers mécanismes (le critère de « *fairness* », la divulgation, la fixation judiciaire du prix des actions, etc.) ont tous pour objet de garantir à l'actionnaire minoritaire un traitement équitable et une compensation financière égale, autant que possible, à la valeur réelle des actions qu'il doit céder. Ainsi, sa perte financière sera moins considérable. Ces mécanismes tendent par ailleurs à atténuer l'aspect coercitif du vote majoritaire par le groupe détenant le contrôle, en exigeant que la minorité elle-même consente à son élimination.

Conclusion

81. Au cours de cet exposé sur les transactions *going private*, nous avons d'abord défini ce concept. Nous avons par la suite énoncé les motifs qui poussaient les administrateurs et les actionnaires majoritaires de certains types de compagnies à recourir à ces transactions, tout en faisant état des principales critiques formulées à l'encontre de ce procédé. Nous nous sommes ralliés à ces critiques. Nous avons par la suite expliqué que le droit des compagnies prévoit certains mécanismes permettant la dépossession de certains actionnaires.

82. Nous avons étudié les critères du droit américain des valeurs mobilières, applicables dans le cadre du *Securities Exchange Act* et du *Rule 10b-5*, pour montrer le développement du droit fédéral vis-à-vis le phéno-

mène. Il existe en effet des mécanismes de protection au niveau de la divulgation préalable à la transaction. Nous avons examiné par la suite la situation qui prévaut au Canada. Le partage des compétences ne soulève pas de difficultés, puisque chaque province possède une loi des compagnies et une loi des valeurs mobilières, auxquelles sont soumises toutes les compagnies incorporées et opérant dans cette province. Le législateur fédéral a par ailleurs imposé des obligations semblables aux compagnies régies par la *Loi sur les sociétés commerciales canadiennes*.

83. Ce problème des transactions *going private* se situe à la frontière du droit des compagnies et du droit des valeurs mobilières. Au Canada, il peut être contrôlé selon les principes du droit corporatif ou ceux du droit des valeurs mobilières, bien que jusqu'à ce jour, une majorité des litiges dans ce domaine aient été solutionnés en vertu du droit des compagnies. Ceci est probablement dû au fait que les tribunaux n'ont pas eu à extensionner, comme aux États-Unis, les règles du droit des valeurs mobilières en l'absence d'un droit corporatif applicable. Au Canada, par ailleurs, les tribunaux ont insisté sur le caractère juste et équitable de la compensation offerte à la minorité pour la perte de ses actions. L'Ontario est cependant la seule province canadienne qui ait promulgué un énoncé de politique visant à corriger les abus que peuvent créer les transactions *going private*.

84. Le Québec n'a toujours pas publié d'énoncé de politique en la matière, et nous avons cherché à démontrer que les modes de contrôle existants ne constituent qu'un palliatif. Il est vrai que les tribunaux se montreront sévères lorsqu'ils auront à sanctionner la spoliation du droit de propriété. Par contre, les lenteurs du recours judiciaire, de même que les sommes élevées qu'on doit y consacrer, feront sans doute réfléchir plus d'un actionnaire avant de s'engager dans ce chemin. La procédure devant une Commission des valeurs mobilières a l'avantage d'être plus rapide. Puisque les États-Unis et l'Ontario ont élaboré divers mécanismes de protection pour encadrer ce genre de transactions, nous croyons que le Québec doit faire de même.

L'utilité d'une politique québécoise serait de fixer le droit dans ce domaine. Pour cette raison, nous croyons que la Commission des valeurs mobilières du Québec devrait adopter un énoncé de politique portant sur les transactions *going private* inspiré de la politique ontarienne. Nous nous permettons d'affirmer, pour les raisons soumises dans ce texte, que cette politique entre tout à fait dans les attributions d'une commission des valeurs mobilières, compte tenu bien sûr de la prudence qui s'impose lorsque l'on traite avec le fonctionnement quotidien des entreprises.

BIBLIOGRAPHIE

- BANOFF, « Fraud Without Deceit: *Marshall v. A.F.W. Fabric Corp. and Green Santa Fe Industries Inc.* » 17 *Santa Clara L. Rev.* 1 (1977).
- BORDEN, A.M., « Going Private: Old Tort, New Tort or No Tort? » 49 *N.Y. U.L. Rev.* 987 (1974).
- BRUDNEY, V., « A Note on "Going Private". » 61 *Va. L. Rev.* 1019 (1976).
- CAMPBELL, Ian R. & William D. STEELE, « What Price Minority Shares? Fair Price May Be Different From Fair Value. » *C.A. Magazine*, October 1978, 28.
- CCH *Fed. Sec. L. Rep.*, Volume 2: Exchange Act, Registration, Reports Division.
- CCH *Fed. Sec. L. Rep.*, Transfer Binders 1973-74, 1974-75, 1975-76, 1976-77, 1977-78.
- DEBONO, J., « The Second Circuit Adopts a Business Purpose Test for "Going Private": *Marshall v. A.F.W. Fabric Corp. and Green v. Santa Fe Industries Inc.* » 64 *California L. Rev.* 1184 (1976).
- GARLOCK, N. and RUDY, C., « Protection of Minority Shareholders from Freezeouts, 22 *Wayne L. Rev.* 1421 (1976).
- GLOVER, G.C. and SCHWARTZ, A.M., « Going Private in Canada », *Can. Bus. L. J.* vol. 3, no 1, 3.
- GREENE, F., « Corporate Freezeout Mergers: A Proposed Analysis. » 28 *Stanford L. Rev.* 487 (1976).
- JAMES, John A., « Notes: "Going Private": An Analysis of Federal and State Remedies. » 44 *Fordham L. Rev.* 796 (1976).
- JAQUA, David P. and Dan W. WEBB, « Comments: "Going Private" and Rule 10b-5: The *Green* and *Marshall* Decisions. » 47 *Miss. L.J.* 983 (1976).
- KELLEY, James P., « Going Private — Is it over? Eliminating Minority Interest After *Singer v. Magnavox*, 54 *Notre-Dame Lawyer*, 149 (1978).
- MCBRIDES, D.C., « Delaware Corporate Law: Judicial Scrutiny of Mergers — The Aftermath of *Signer v. Magnavox Company*, 33 *The Bus. Lawyer* 2231 (1978).
- « Notes: Going Private. » 84 *Yale L.J.* 903 (1975).
- Ontario Securities Commission. *Bulletin*.
- « Recent Cases: *Marshall v. A.F.W. Fabric Corp.* 533 Fed 2nd 1277; *Green v. Santa Fe Industries Inc.*, 533 Fed 2nd 1283. » 89 *Harvard L. Rev.* 1917.
- SCOTT, R.L., « Going Private: An Examination of "Going Private" Transactions using the Business Standard. » 32, *South. L.J.* 641 (1978).
- SCHREITER, R., « SEC Rulemaking Authority and the Protection of Investors: A Comment on the Proposed "Going Private" Rules. » 51 *Ind. L.J.* 433 (1976).
- SWANSON, E.T., « The Elimination of Public Shareholders: Going Private », 7 *Connecticut L. Rev.* 609 (1975).
- TAFT, C.L., « Federal "Going Private" Standards: A New Direction for the Second Circuit? » 45 *Fordham L. Rev.* 427 (1976).
- TOMS, Bate C., III, Compensating Shareholders Frozen Out in Two-Step Meyers. 78 *Columbia L. Rev.* 548 (1978).

TRACY, J., jr., « Comments: "Going Private": The Insiders' Fiduciary Duty and Rule 10b-5: Is Fairness Requisite? » 28 *Baylor L. Rev.* 656 (1976).

ZEMAN, P.K., « "Going Private": Establishing Federal Standards for the Forced Elimination of Public Investors. » *U. Ill. L.J.* 638 (1975).