

Les Cahiers de droit



Le droit applicable à l'offre publique d'achat au Québec : une entreprise de synthèse

Vilaysoun Loungnarath, jr

Volume 35, Number 2, 1994

URI: <https://id.erudit.org/iderudit/043280ar>

DOI: <https://doi.org/10.7202/043280ar>

[See table of contents](#)

Publisher(s)

Faculté de droit de l'Université Laval

ISSN

0007-974X (print)

1918-8218 (digital)

[Explore this journal](#)

Article abstract

The takeover bid constitutes a mechanism through which a transfer or an alteration of corporate control can be achieved. In Quebec, this mechanism is fundamentally governed by two legal systems, namely the system derived from the *Quebec Securities Act* and Corporate Law. This paper favours a synthetic approach and its purpose is to bring out the main parameters of the law applicable to takeover bids in the Quebec jurisdiction.

Cite this article

Loungnarath, V. (1994). Le droit applicable à l'offre publique d'achat au Québec : une entreprise de synthèse. *Les Cahiers de droit*, 35(2), 199–280. <https://doi.org/10.7202/043280ar>

Tous droits réservés © Faculté de droit de l'Université Laval, 1994

This document is protected by copyright law. Use of the services of Érudit (including reproduction) is subject to its terms and conditions, which can be viewed online.

<https://apropos.erudit.org/en/users/policy-on-use/>

érudit

This article is disseminated and preserved by Érudit.

Érudit is a non-profit inter-university consortium of the Université de Montréal, Université Laval, and the Université du Québec à Montréal. Its mission is to promote and disseminate research.

<https://www.erudit.org/en/>

Le droit applicable à l'offre publique d'achat au Québec : une entreprise de synthèse*

Vilaysoun LOUNGNARATH, jr**

L'offre publique d'achat est un mécanisme par lequel on peut réaliser le transfert ou le déplacement du contrôle d'une société par actions. Au Québec, ce mécanisme se trouve principalement régi par deux systèmes juridiques, soit le système dérivé de la Loi sur les valeurs mobilières et celui qui se rattache au droit des sociétés. La présente étude préconise une approche synthétique dont l'objectif est de faire ressortir les principales lignes de force du droit applicable à l'offre publique d'achat au Québec.

The takeover bid constitutes a mechanism through which a transfer or an alteration of corporate control can be achieved. In Quebec, this mechanism is fundamentally governed by two legal systems, namely the system derived from the Quebec Securities Act and Corporate Law. This paper favours a synthetic approach and its purpose is to bring out the main parameters of the law applicable to takeover bids in the Quebec jurisdiction.

Pages

1. L'offre publique d'achat vue sous l'angle de la réglementation québécoise des valeurs mobilières	203
1.1 La portée de la réglementation québécoise des valeurs mobilières en matière d'offre publique d'achat	203
1.1.1 Le concept d'offre publique d'achat	203

* La présente étude est basée sur un rapport qui a été présenté au XIV^e Congrès international de droit comparé, à Athènes, en 1994.

** Professeur, Faculté de droit, Université de Montréal ; membre du Barreau du Québec et du Barreau de l'État de New York.

	<i>Pages</i>
1.1.2 L'obligation de procéder par voie d'offre publique d'achat : un aperçu des principaux régimes d'exception	207
1.1.2.1 La société fermée	207
1.1.2.2 L'offre publique d'achat faite par l'intermédiaire d'une bourse	208
1.1.2.3 L'acquisition des titres d'un émetteur non assujéti	210
1.1.2.4 L'acquisition des titres par voie de conventions distinctes	211
1.1.2.5 L'offre publique soumise à des règles équivalentes	212
1.1.2.6 L'achat de titres dans le cours normal des activités	212
1.1.2.7 Le pouvoir discrétionnaire de la Commission des valeurs mobilières du Québec d'octroyer une dispense	212
1.1.3 Le critère de rattachement d'une offre publique d'achat ou d'une opération sur valeurs mobilières à la réglementation des offres publiques d'achat issue de la <i>Loi sur les valeurs mobilières</i>	213
1.2 Les principaux paramètres de la réglementation de l'offre publique d'achat au Québec	216
1.2.1 Des règles pour permettre au porteur de titres de prendre une décision libre et éclairée	216
1.2.1.1 Les obligations relatives à la transmission d'information au porteur de titres	216
1.2.1.2 Les règles relatives à la durée de l'offre et à la révocabilité du dépôt des titres	218
1.2.2 Un système de préalerte	219
1.2.3 Le principe de l'égalité de traitement des porteurs et ses ramifications	221
1.2.3.1 Les conditions de l'offre constituent la référence pour l'acquisition des titres	221
1.2.3.2 La surenchère	222
1.2.3.3 La réduction proportionnelle	222
1.2.3.4 L'interdiction de conclure une convention qui aurait pour effet de créer une inégalité entre les porteurs	222
1.2.3.5 Le principe de l'égalité des actionnaires comme règle d'interprétation et guide dans l'exercice du pouvoir discrétionnaire de la Commission des valeurs mobilières du Québec	225
1.2.3.6 Le principe de l'égalité des actionnaires et les actionnaires de l'extérieur du Québec	226
1.2.4 La protection des actionnaires minoritaires	227
1.2.4.1 Le porteur d'actions subalternes et l'offre publique d'achat	228
1.2.4.2 L'instruction générale Q-27	230
1.2.4.3 La protection des actionnaires minoritaires comme guide d'interprétation et d'application de la <i>Loi sur les valeurs mobilières</i>	232
1.2.5 La réglementation des stratégies défensives	233
1.2.5.1 L'instruction générale C-38	233
1.2.5.2 L'affaire <i>Canadian Jorex</i>	236
1.2.5.3 La règle 9156A et la politique I-11 de la Bourse de Montréal	239

	<i>Pages</i>
1.2.5.4 L'instruction générale Q-17 et les actions à vote plural . . .	240
1.2.6 L'encadrement de l'offre publique d'achat et la recherche de l'intérêt public	241
2. L'offre publique d'achat au regard du droit des sociétés	243
2.1 Le régime des offres publiques d'achat prévu dans la <i>Loi sur les sociétés par actions</i>	244
2.2 Les mesures défensives en matière d'offre publique d'achat	246
2.2.1 La légalité des tactiques défensives en matière d'offre publique d'achat au Canada dans le schéma du droit commun	247
2.2.1.1 Les devoirs fiduciaires de l'administrateur et les tactiques défensives: diversité et éparpillement de l'approche et de l'analyse	247
2.2.1.2 L'intérêt de l'actionnaire en tant que propriétaire des titres et les tactiques défensives.	255
2.2.1.3 Les facteurs exogènes ayant une incidence périphérique sur l'évaluation de la légalité de mesures défensives	258
2.2.2 La problématique des mesures défensives examinée dans la perspective du régime statutaire de l'oppression de l'actionnaire	261
2.3 L'actionnaire majoritaire devant une offre publique d'achat	263
2.3.1 La concentration de la propriété des titres de participation: la spécificité canadienne	263
2.3.2 L'offre publique d'achat et l'opportunisme de l'actionnaire majoritaire	264
2.3.2.1 La bataille de Provigo	264
2.3.2.2 L'affaire <i>Cascades-Rolland</i>	266
2.3.3 Les paramètres juridiques relatifs à l'encadrement de l'actionnaire majoritaire en situation d'offre publique d'achat	267
2.4 La protection juridique de l'actionnaire minoritaire dans le cas d'une offre publique d'achat suivie d'une fusion ou d'une opération de fermeture	270
2.4.1 Le mécanisme de l'acquisition forcée.	270
2.4.2 Le droit à la dissidence de l'actionnaire.	272
2.4.3 Le recours statutaire pour oppression de l'actionnaire.	273
Conclusion	274
Annexe Les principaux recours prévus par la <i>Loi sur les valeurs mobilières</i> et se rapportant aux offres publiques d'achat	278

Au Québec, l'offre publique d'achat¹ relève principalement de deux ordres juridiques. Alors que le premier découle de la *Loi sur les valeurs mobilière*² et s'exprime essentiellement sous la forme d'un contrôle admi-

1. L'offre publique d'achat est désignée par le sigle OPA dans le présent texte.

2. *Loi sur les valeurs mobilières*, L.R.Q., c. V-1.1, telle que modifiée (ci-après citée: «L.V.M.»); reproduite dans M. THÉRIAULT et P. FORTIN, *Droit des valeurs mobilières au Québec*, t. 1, Montréal, Wilson & Lafleur, 1992.

nistratif, le second ordre juridique se rattache au droit des sociétés et ressortit au pouvoir judiciaire. L'objectif poursuivi dans la présente étude est de décrire les traits dominants de chacun de ces ordres juridiques.

Au Canada, les opérations sur valeurs mobilières appartiennent, en principe, à la compétence constitutionnelle de chaque province canadienne. Le territoire canadien est donc découpé en plusieurs régimes de réglementation des OPA. Dans la présente étude, le choix a été fait de circonscrire l'analyse au droit applicable dans une province particulière, le Québec. On notera toutefois que les règles québécoises ne diffèrent pas beaucoup de celles en vigueur dans les autres provinces. En effet, les provinces canadiennes se sont engagées dans un processus d'uniformisation des règles concernant l'offre publique d'achat, depuis quelques années déjà³. En outre, la spécificité civiliste du Québec a une influence marginale sur la réglementation de l'OPA. Il ne faudra donc pas s'étonner si, dans le cadre du présent texte, des références sont faites à des décisions issues des autres provinces : certaines d'entre elles possèdent une autorité persuasive en droit québécois ; dans d'autres cas de figure, les principes qui y sont exprimés reflètent l'état du droit positif au Québec.

La première partie de l'étude est consacrée aux dispositions de la L.V.M. se rapportant à l'OPA. Dans la seconde partie, on discutera de certains thèmes relevant du droit des sociétés.

3. Les autorités administratives du Québec, de l'Ontario, de la Colombie-Britannique et de l'Alberta se sont mises d'accord sur une réglementation uniforme des offres publiques d'achat. Au Québec et en Ontario, l'entente s'est traduite par des modifications apportées aux lois sur les valeurs mobilières, modifications qui sont entrées en vigueur en juin 1987. Voir à ce sujet *Avis. Entrée en vigueur de la réglementation uniforme des offres publiques*, (1987) 18 B.C.V.M.Q. n° 19, 1. Un autre facteur contribuant à l'uniformisation des règles est l'adoption d'instructions générales pancanadiennes, comme l'instruction générale C-38 intitulée : *Mesures de défense contre une offre publique*. Les deux principales commissions au Canada, la Commission des valeurs mobilières du Québec et la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, ont adopté des instructions générales qui présentent un haut degré de similitude. C'est notamment le cas dans le domaine des actions subalternes et en ce qui concerne la protection des actionnaires minoritaires dans les opérations de fermeture, les offres publiques de rachat, les offres publiques d'achat ou d'échange par un initié et certaines opérations avec une personne reliée à la société. Il est loisible de comparer, à cet égard, les instructions générales Q-17 et Q-27 du Québec avec les instructions générales 1.3 et 9.1 de l'Ontario, respectivement reproduites dans M. THÉRIAULT et P. FORTIN, *op. cit.*, note 2 et CCH CANADIAN LIMITED, *Canadian Securities Law Reporter*, t. 3, Don Mills, Ontario, CCH Canadian Limited, 57,801 et 58,215. Enfin, soulignons que, dans le domaine des offres publiques d'achat, la jurisprudence des deux principales commissions, la québécoise et l'ontarienne, a tendance à évoluer en parallèle.

1. L'offre publique d'achat vue sous l'angle de la réglementation québécoise des valeurs mobilières

La personne désireuse de lancer une OPA aura à considérer trois procédures. Elle pourra se conformer au régime de l'OPA par voie de note d'information, régime installé par la L.V.M. Ce régime constitue l'objet principal de la première partie de notre étude. Lorsque la société visée est inscrite à la cote de la Bourse de Montréal, l'initiateur a l'alternative de procéder par l'intermédiaire de la Bourse de Montréal. L'opération sera alors principalement régie par les règles, règlements et politiques de cette institution. La partie XVII de la *Loi sur les sociétés par actions*⁴ se superpose à ces deux systèmes lorsque la société visée est de régime fédéral. Certains problèmes soulevés par le chevauchement du système fédéral et du régime de la L.V.M. font l'objet d'une discussion dans la seconde partie de notre étude.

La L.V.M. et les instruments juridiques afférents installent un code détaillé de l'offre publique d'achat. Dans la partie 1.2, nous en examinerons les principaux paramètres. Mais avant de se lancer dans pareille entreprise, il convient de délimiter le champ d'application de la réglementation québécoise des valeurs mobilières en matière d'offre publique d'achat, tant sur le plan des opérations visées qu'en ce qui concerne sa portée géographique (1.1).

1.1 La portée de la réglementation québécoise des valeurs mobilières en matière d'offre publique d'achat

1.1.1 Le concept d'offre publique d'achat

Contrairement au *Williams Act* américain⁵, la L.V.M. définit l'offre publique d'achat ou, si l'on veut être plus rigoureux sur le plan de la sémantique, elle précise les contours du domaine d'application du régime de l'offre publique d'achat. Pour l'essentiel, c'est l'article 110 L.V.M. qui délimite les frontières des opérations devant être effectuées par voie d'offre publique d'achat. La disposition établit que « celui qui se propose d'acquérir contre espèces des titres d'une société de façon à prendre ou à

4. *Loi sur les sociétés par actions*, L.R.C. (1985), c. C-44, telle que modifiée (ci-après citée: « L.S.A. »).

5. Le *Williams Act* est le nom donné aux articles 13(d)-(e) et 14(d)-(f) du *Securities Exchange Act* de 1934. Ces dispositions furent ajoutées en 1968 et subséquemment modifiées. Le *Williams Act* est la principale pièce de législation fédérale se rapportant à l'offre publique d'achat. Il ne définit pas l'offre publique d'achat. Voir à ce sujet L. Loss et J. SELIGMAN, *Securities Regulation*, 3^e éd., t. 5, Boston, Little, Brown and Company, 1990, pp. 2198-2208.

renforcer une participation égale ou supérieure à 20 % dans une catégorie de titres comportant droit de vote procède par la voie d'une offre publique d'achat ».

Le seuil critique est de 20 p. 100 et, aux termes de l'article 110 L.V.M., il est calculé par rapport aux titres d'une catégorie donnée. Une offre publique d'achat entraînera donc des répercussions inégales sur les actionnaires dans le cas où la société est capitalisée avec plusieurs catégories d'actions participantes et que l'offre est limitée à une seule d'entre elles⁶.

L'article 117 L.V.M., quant à lui, prévoit que les titres regroupés en série sont considérés comme des catégories au sens de l'article 110 L.V.M. La question de l'harmonisation entre ces deux articles a été soulevée dans l'affaire *Lavalintech Inc.*⁷. Il s'agissait de savoir si un initiateur qui achète plus de 20 p. 100 des titres d'une série dans le cadre d'une offre publique d'achat sur les titres de cette série particulière, et qui se trouve par la même occasion à dépasser le seuil de 20 p. 100 de la catégorie d'actions, avait l'obligation d'étendre l'offre publique d'achat à toutes les séries de la catégorie. La Commission des valeurs mobilières du Québec (CVMQ)⁸ statua qu'une telle obligation ne pouvait pas être déduite du jeu combiné des articles 110 et 117 L.V.M.

Les actions sans droit de vote peuvent aussi faire l'objet d'une offre publique d'achat, pour autant qu'elles sont négociées sur un marché organisé⁹.

Pour le calcul de la participation de l'auteur de l'offre, il faut ajouter aux titres que possède ou contrôle celui-ci ceux que possèdent ou contrôlent ses alliés. Sont notamment considérées comme alliés de l'auteur de l'offre les sociétés du même groupe¹⁰, les personnes avec lesquelles il a des liens¹¹ ainsi que toute personne agissant de concert avec l'auteur de l'offre. L'article 111 (3) L.V.M. crée une présomption qu'une personne agit de concert avec l'auteur d'une offre si, par la suite d'une entente quelconque avec lui ou l'un de ses alliés, elle acquiert des titres de la catégorie sur laquelle porte l'offre ou compte exercer de concert avec lui ou avec l'un de ses alliés les droits de vote afférents à ces titres. Dans un avis récent, le Comité consultatif juridique auprès de la CVMQ formulait l'opi-

6. C'est notamment ce qui s'est produit dans l'offre publique d'achat lancée par Cascades sur Rolland à l'automne 1992 : voir *infra*, note 216 et le texte correspondant.

7. *Lavalintech Inc.*, (1992) 23 B.C.V.M.Q. n° 21, 2.

8. La Commission des valeurs mobilières de l'Ontario sera désignée dans le présent texte par le sigle OSC.

9. Art. 115 L.V.M. ; l'expression « marché organisé » est définie dans : art. 114 (2) L.V.M.

10. Le terme « groupe » est défini dans : art. 9 L.V.M.

11. Le terme « liens » est défini dans : art. 5 L.V.M.

nion que la conclusion de conventions entre actionnaires — incluant notamment les conventions d'entiercement et les conventions constituant une convention de fiducie (*voting trust*) — créait habituellement une présomption d'agissement de concert¹².

Les options, droits de souscription et autres titres dérivés ou convertibles sont aussi inclus dans le calcul de la participation d'une personne s'ils permettent d'acquérir, dans un délai de 60 jours après le lancement de l'offre, un titre de la catégorie visée par l'offre publique d'achat¹³.

L'article 110 L.V.M. prévoit que les titres de la société visée sont acquis contre espèces. La contrepartie peut aussi être constituée d'autres titres : il y aura alors offre publique d'échange¹⁴, et le régime applicable est celui de l'offre publique d'achat avec les ajustements nécessaires. L'émetteur qui compte acquérir des titres émis par lui-même procède, en principe, par voie d'une offre publique de rachat. Il s'agit là d'un régime distinct de celui de l'offre publique d'achat et de celui de l'offre publique d'échange ; il se trouve défini aux articles 147.19 à 147.23 L.V.M.

Les conditions de l'article 110 L.V.M. sont purement matérielles. L'acquéreur de titres ne peut se soustraire à l'obligation de procéder par voie d'offre publique d'achat en faisant valoir que l'intention sous-jacente à l'acquisition était de réaliser un profit et non d'acquérir ni de renforcer une position dominante. C'est le résultat réel ou anticipé de l'offre qui décide de l'application de la réglementation, et non l'intention ni le mobile animant l'auteur de l'offre¹⁵. Cette règle souffrirait néanmoins une exception : dans

12. *Avis. Procès-verbal d'une rencontre du comité consultatif juridique concernant l'application du titre IV de la Loi sur les valeurs mobilières*, (1992) 23 B.C.V.M.Q. n° 3, 2 (ci-après cité : « *Avis du comité consultatif* ») ; dans l'affaire *Hees International Bancorp Inc. et Great Lates Group Inc.*, (1989) 20 B.C.V.M.Q. n° 26, 1, la CVMQ exprimait l'avis qu'un courtier agissait de concert avec la société Hees International Bancorp Inc. au sens de l'article 111 L.V.M. lorsqu'il s'engageait à acheter à un prix plancher les actions de cette société. Hees International Bancorp Inc. et le courtier Wood Gundy avaient mis en place un mécanisme de maintien du cours de l'action afin de protéger les intérêts des actionnaires minoritaires. Le courtier convenait d'acheter à au moins 20 \$ toutes les actions offertes en bourse sans trouver preneur, pendant un délai donné. À l'échéance de ce délai, la société Hees International Bancorp Inc. aurait racheté du courtier toutes les actions n'ayant pas été revendues à des tiers et dont il souhaitait se départir, au prix de 20 \$ plus les frais.

13. Art. 112 L.V.M.

14. Art. 118 L.V.M.

15. Voir notamment la décision de l'OSC dans l'affaire *Gordon Capital Corporation and David Bond*, (1990) 13 O.S.C.B. 2035, confirmé en appel par la High Court of Justice dans (1991) 14 O.S.C.B. 2713 ; dans cette affaire, la Commission ontarienne a conclu qu'il était possible d'effectuer une offre publique d'achat par inadvertance (p. 2037). Dans la même veine, voir : l'affaire *Walwyn, Stodgell, Cochran, Murray Limited et al.*, (1985) 8 O.S.C.B. 1099 (ci-après citée : « *Fathom Oceanology* ») ; l'affaire *Pope and*

le cas de la possession de titres résultant de la réalisation d'une garantie prise sous la forme d'un nantissement d'actions, l'intention du prêteur serait un facteur à considérer. S'il s'avère que l'intention principale du prêteur était d'obtenir des garanties pour le prêt, la réalisation de celles-ci ne déclenchera pas l'application du régime de l'offre publique d'achat¹⁶.

Le mécanisme de l'offre publique d'achat ne se limite pas à l'offre telle qu'elle est définie par le droit civil¹⁷. Il englobe aussi l'invitation à faire une offre de vente¹⁸. Suivant cette veine de raisonnement, une proposition d'achat de titres contenant des conditions imprécises ou n'établissant pas de prix déterminé pourra être assujettie au régime de l'offre publique d'achat. Dans l'affaire *Innocan Inc.*, la CVMQ a décidé que l'envoi d'une lettre dans laquelle il était offert à certains porteurs d'acheter leurs actions à des conditions égales ou supérieures à celles qui étaient proposées par des tiers constituait une offre publique d'achat. L'absence de prix déterminé dans la proposition n'écarterait pas la qualification d'offre publique d'achat.

Le régime de l'offre publique d'achat s'applique non seulement aux sociétés par actions mais aussi à l'acquisition des parts d'une société en commandite¹⁹.

La définition d'offre publique d'achat contenue dans la L.V.M. est très large et a reçu de la part des autorités administratives une interprétation libérale. En principe, elle comprend les acquisitions privées de blocs de titres effectuées auprès d'investisseurs institutionnels de même que les opérations sur les marchés secondaires organisés²⁰.

Company et Canelco Services Limited, (1985) 16 B.C.V.M.Q. n° 40, 5-11 ; l'affaire *Belgium Standard*, (1984) reproduite dans CVMQ, *Rapport d'activités 1983-1984*, [Québec], Direction générale des publications gouvernementales, annexe 3, pp. 33-36 ; et l'affaire *Innocan*, (1985) 16 B.C.V.M.Q. n° 46, A1.

16. *Avis du comité consultatif*, précité, note 12, 3 ; *Stelco Inc. c. Clarus Corporation*, (1991) 14 O.S.C.B. 2030.

17. Dans le *Code civil du Québec*, la définition de l'offre se trouve à l'article 1388.

18. C'est l'opinion exprimée par la CVMQ dans l'affaire *Innocan*, précitée, note 15, A3. Dans l'article 110 L.V.M., le législateur québécois a employé les termes « celui qui se propose d'acquérir » : cette expression vise tout autant l'offre d'achat que l'invitation à faire une offre de vente. L'article 194 L.S.A. assimile formellement l'invitation à faire une offre à la pollicitation.

19. Voir notamment la décision ontarienne *Mithras Management Ltd.*, (1990) 13 O.S.C.B. 1600 (OSC).

20. Les autorités administratives et les tribunaux américains hésitent à assujettir ces opérations au régime de l'offre publique d'achat : voir à ce sujet L. LOSS et J. SELIGMAN, *op. cit.*, note 5, p. 2208. Au Québec, la définition très large d'offre publique d'achat dissipe toute équivoque à ce sujet.

1.1.2 L'obligation de procéder par voie d'offre publique d'achat : un aperçu des principaux régimes d'exception

1.1.2.1 La société fermée

En principe, les sociétés fermées ne sont pas assujetties aux règles du titre IV concernant les offres publiques d'achat²¹. Une société est fermée si ses documents constitutifs interdisent l'appel public à l'épargne, limitent le nombre d'actionnaires à 50, déduction faite de ceux qui sont ou ont été salariés de la société ou d'une filiale, et restreignent la libre cession des actions²². Il est à croire que les restrictions à la libre cession des titres n'ont pas à être effectives, et qu'elles peuvent exister à l'état de potentiel. Dans l'affaire *Elsley's Frosted Foods Ltd. c. Mid White Oak Square Ltd.*²³, une disposition de l'acte constitutif autorisait les administrateurs à refuser d'enregistrer un transfert d'actions appartenant à un actionnaire endetté à l'égard de la société. Le tribunal décida que ce mécanisme constituait une restriction à la libre cession des actions au sens de la définition de la société fermée.

Pour bénéficier de la dispense d'application du titre IV, une société fermée ne doit pas avoir émis ses titres à l'encontre de ses documents constitutifs ; en particulier, elle ne doit pas avoir placé ses titres par la voie d'un appel public à l'épargne²⁴. Deux critères ont été élaborés pour reconnaître une situation de placement par voie d'appel public à l'épargne. Le premier a été originellement formulé par la Cour suprême des États-Unis dans l'affaire *S.E.C. v. Ralston Purina Co.*²⁵. Au regard de ce critère, il y a appel public à l'épargne lorsqu'il y a sollicitation de personnes n'ayant pas accès à l'information jugée nécessaire pour prendre une décision d'investissement éclairée. La société fermée doit donc circonscrire la sollicitation de capital aux personnes pouvant se procurer, de par leur fonction au sein de l'entreprise ou leur association avec celle-ci, l'information contenue, d'ordinaire, dans un prospectus. Le second critère a notamment été énoncé dans l'affaire *R. c. Piepgrass*²⁶. La division d'appel de la Cour suprême de l'Alberta y associe l'appel public à l'épargne à la sollicitation de personnes n'ayant pas d'association ou de lien commun d'intérêt avec la société, ses dirigeants, le promoteur ou le vendeur des titres. Dans sa récente décision *2158-4800 Québec Inc., Valorisation P.M.V.F. Inc., Ro-*

21. Art. 3, al. 2 L.V.M.

22. Art. 5 L.V.M.

23. *Elsley's Frosted Foods Ltd. c. Mid White Oak Square Ltd.*, (1976) 1 B.L.R. 114 (H.C.J.).

24. Art. 3, al. 2 L.V.M.

25. *S.E.C. v. Ralston Purina Co.*, 346 U.S. 119 (1953).

26. *R. c. Piepgrass*, (1959) 23 D.L.R. (2d) 220.

land Gingras, le directeur du contentieux de la CVMQ a retenu et cumulé ces deux critères²⁷.

L'article 114 L.V.M. constitue une exception au principe que l'acquisition des titres d'une société fermée n'est pas soumise au régime de l'offre publique d'achat. Suivant cette disposition, une personne pourra être soumise à l'obligation de procéder par voie d'offre publique d'achat si elle acquiert des titres d'une société dont les titres ne sont pas négociés sur un marché organisé²⁸, si ces titres lui donnent une participation lui assurant le contrôle de cette société et si cette dernière possède une participation dans une autre société, dont les titres sont négociés sur un marché organisé. Au sens de la L.V.M., une personne détient le contrôle d'une société lorsqu'elle « est propriétaire de titres lui permettant en tout état de cause d'élire la majorité des administrateurs de cette société²⁹ ». Dans l'affaire *Monaco Group Inc.*³⁰, la CVMQ a exprimé l'avis que l'article 114 L.V.M. vise à assurer la protection des porteurs de titres d'une société indirectement acquise et que, par conséquent, cette disposition remédialrice doit recevoir une interprétation large et libérale. La CVMQ ajoute que, dans le schéma de l'article 114 L.V.M., l'acquisition de titres doit avoir pour résultat le contrôle effectif de la société par l'acquéreur et qu'il n'est pas impératif de détenir plus de 50 p. 100 des droits de vote pour exercer le contrôle effectif d'une société.

1.1.2.2 L'offre publique d'achat faite par l'intermédiaire d'une bourse

L'offre publique d'achat faite à tous les porteurs par l'intermédiaire d'une bourse reconnue par la CVMQ aux fins de l'article 119 L.V.M. est en principe soustraite au régime de la L.V.M.³¹. La Commission des valeurs mobilières a reconnu, aux fins de l'article 119 L.V.M., le Vancouver Stock Exchange, le Toronto Stock Exchange et la Bourse de Montréal³². Les réglementations de l'offre publique d'achat faite par l'intermédiaire d'une bourse et de l'offre publique d'achat par note d'information s'inspirent de

27. 2158-4800 *Québec Inc., Valorisation P.M.V.F. Inc., Roland Gingras*, (1992) 23 B.C.V.M.Q. n° 36, 3-9 (décision du directeur du contentieux de la CVMQ).

28. Une société dont les titres ne sont pas négociés sur un marché organisé n'est pas nécessairement une société fermée ; par contre, une société fermée est nécessairement une société dont les titres ne sont pas négociés sur un marché organisé.

29. Art. 8 L.V.M.

30. *Monaco Group Inc.*, (1989) 20 B.C.V.M.Q. n° 5, 1.

31. Art. 119 L.V.M.

32. *Reconnaissance du Vancouver Stock Exchange*, (1988) 19 B.C.V.M.Q. n° 14, 9 ; *Reconnaissances et agréments aux fins de la Loi sur les valeurs mobilières et du Règlement*, (1987) 18 B.C.V.M.Q. n° 41, 4 ; dans la présente étude, nous nous reporterons à la réglementation adoptée par la Bourse de Montréal.

la même philosophie³³. L'offre publique d'achat effectuée par l'intermédiaire d'une bourse présente l'avantage d'être moins coûteuse et plus souple que l'offre publique d'achat par note d'information. Elle comporte cependant certaines limites pour l'auteur de l'offre : l'offre publique d'achat faite par l'intermédiaire d'une bourse ne peut être faite que pour une contrepartie en espèces ; sauf dans certaines circonstances limitées, il est impossible de la retirer ; elle ne peut pas comprendre une condition quant au dépôt d'un minimum d'actions. De plus, l'avis que doit donner l'initiateur dans le cadre d'une offre publique d'achat faite par l'intermédiaire d'une bourse fait l'objet d'un examen au préalable par celle-ci et doit être acceptée par la bourse avant que l'offre publique d'achat puisse débiter. À l'opposé, la note d'information est simplement déposée auprès de la CVMQ et, en principe, ne fait pas l'objet d'un examen en profondeur³⁴.

Un amendement apporté à la règle 12 de la Bourse de Montréal en 1989 a eu pour effet d'uniformiser les délais relatifs à la durée minimale de l'offre. Le régime de la Bourse de Montréal et celui de la L.V.M. prévoient tous deux un délai minimal de 21 jours à compter du lancement de l'offre.

À titre d'organisme d'autoréglementation, la Bourse est dotée du pouvoir de contrôler les offres publiques d'achat faites par son intermédiaire. Ses décisions peuvent être révisées par la Commission des valeurs mobilières³⁵. Celle-ci est toutefois réticente à renverser une décision de la Bourse. Dans l'affaire *Canada Malting*, l'OSC posait qu'elle n'interviendrait que dans les situations suivantes : la Commission juge que la Bourse a appliqué un mauvais principe ; une erreur de droit aurait été commise ; un élément important de preuve aurait été négligé ; la Bourse a mal compris la notion de l'intérêt public ou l'a mal appliquée³⁶.

33. Sur la réglementation des offres publiques d'achat effectuées par l'intermédiaire de la Bourse de Montréal, voir notamment F. BEAUCHEMIN, « Les offres publiques d'achat et de rachat en Bourse de Montréal : le régime et son fonctionnement pratique », dans *Offres publiques d'achat et de rachat*, Toronto, The Canadian Institute, 1988, pp. C-1-C-36.

34. Cette distinction est soulignée par la CVMQ dans l'affaire *Institut Mérieux*, (1988) 19 B.C.V.M.Q. n° 24, 6 (CVMQ).

35. Art. 310 L.V.M.

36. Affaire *Canada Malting Co. Limited*, (1986) 9 O.S.C.B. 3566 (OSC). La CVMQ entérinait ces critères de révision des décisions des autorités boursières dans l'affaire *Hiram Walker*, (1986) 17 B.C.V.M.Q. n° 21, A1. Dans les faits, elle y a cependant dérogé dans l'affaire *Institut Mérieux*, précitée, note 34.

1.1.2.3 L'acquisition des titres d'un émetteur non assujetti

L'article 122 L.V.M. accorde une dispense à la société qui n'est pas un émetteur assujetti et dont les titres ne sont pas négociés sur un marché organisé. Il faut cependant que le nombre de ses porteurs n'excède pas 50, à l'exclusion de ceux qui sont ou ont été salariés de la société ou d'une autre société du même groupe. L'acquisition des titres d'une telle société n'est pas assujettie au régime de l'offre publique d'achat. L'émetteur assujetti est celui qui a déjà fait un appel public à l'épargne et qui est tenu aux obligations d'information continue définies aux articles 73 à 83.1 L.V.M.

Le domaine de cette exception est plus étendu que celui de l'exception de la société fermée. Un émetteur non assujetti dont les titres ne sont pas négociés sur un marché organisé n'est pas nécessairement une société fermée ; par contre, une société fermée remplit nécessairement les conditions de l'article 122 L.V.M.

La dispense de l'article 122 L.V.M. n'est pas absolue. Il faut, en effet, tenir compte de l'article 114 L.V.M. Il ressort de cette disposition que, en ce qui concerne une société dont les titres ne sont pas négociés sur un marché organisé, l'acquisition des titres de celle-ci pourra être assujettie au régime de l'offre publique d'achat si l'opération a pour conséquence de donner à l'acquéreur le contrôle de la société et que cette dernière possède une participation dans une autre société, dont les titres sont négociés sur un marché organisé³⁷. En outre, la Commission jouit d'une discrétion considérable dans l'application de la loi et elle pourra, dans le cadre de l'exercice de celle-ci, refuser le bénéfice d'une dispense au motif que la protection des épargnants l'exige³⁸ ou qu'un tel refus est dans l'intérêt public³⁹. Dans l'affaire *Mithras Management Ltd.*, l'OSC statuait que le rachat de parts de sociétés en commandite était assujetti au régime de l'offre publique d'achat, et ce, même si les opérations en cause remplissaient les conditions d'une dispense similaire à celle qui était prévue dans l'article 122 L.V.M. L'OSC prit avantage de cette affaire pour rappeler qu'elle n'hésiterait pas à refuser le bénéfice d'une dispense, même si les conditions d'application de la dispense étaient remplies, lorsqu'il était établi que l'opération en cause était difficile à réconcilier avec les valeurs et les objectifs sous-jacents au régime de l'offre publique d'achat⁴⁰.

37. Art. 114, al. 2 L.V.M.

38. Art. 264 L.V.M.

39. Art. 316 L.V.M.

40. *Mithras Management Ltd.*, précité, note 19, 1617-1618.

1.1.2.4 L'acquisition de titres par voie de conventions distinctes

Est dispensée du régime de l'offre publique d'achat l'acquisition de titres d'au plus cinq porteurs par la voie de cessions de bloc, à un prix qui s'établit à l'intérieur d'une marge de 15 p. 100 par rapport à un cours de référence⁴¹. Les articles 189 et 189.1 R.V.M. présentent les méthodes de calcul de ce cours de référence : en principe, il s'obtient en faisant la moyenne des cours de clôture durant les 20 jours ouvrables précédant la date de l'opération⁴². En ce qui concerne l'octroi des options d'achat, le cours de référence est calculé en fonction de la date de la levée de l'option et non de la date de l'octroi de l'option d'achat⁴³. Par contre, dans le cas des options de vente, le cours de référence s'établit en fonction de la date de l'octroi de l'option de vente et non de la date de sa levée⁴⁴.

Au cœur de la réglementation des offres publiques d'achat se trouve le principe de l'égalité de traitement des porteurs de titres. La dispense de l'article 123 L.V.M. fait exception à ce principe et, conséquemment, cet article reçoit une interprétation stricte⁴⁵. Ainsi, dans l'affaire *Cineplex Odeon*, la Commission des valeurs mobilières du Québec décidait que les notions d'allié, de groupe et de personnes agissant de concert ne s'appliquent pas à la dispense de l'article 123 L.V.M. Cette prise de position a pour conséquence de restreindre la portée de l'exception. Toujours dans cette affaire, la CMVQ signifiait que dans le contexte de l'article 123

41. Art. 123 L.V.M.

42. Sur la détermination de la date de l'opération, voir *Avis du comité consultatif*, précité, note 12, 2-3.

43. *Avis du comité consultatif*, précité, note 12, 3 ; voir aussi l'affaire ontarienne *Trizec Equities Ltd.*, (1984) 25 B.L.R. 290 (OSC).

44. *Avis du Comité consultatif*, précité, note 12, 3 ; voir aussi l'affaire *In the Matter of the Enfield Corporation Ltd.*, (1990) 13 O.S.C.B. 3364 (OSC) (ci-après citée : « *Enfield Corp.* »).

45. Affaire *Cineplex Odeon*, (1989) 20 B.C.V.M.Q. n° 20, 4-5 ; du côté ontarien, voir notamment l'affaire *In the Matter of Standard Trustco, Roman Corp. and Denison Mines Ltd.*, (1988) 11 O.S.C.B. 3027, 3036 (OSC). On notera que la dispense pour les conventions privées ou distinctes a été critiquée par les commissions canadiennes. Dans un avis, celles-ci s'exprimaient comme suit : « À cause d'ambiguïtés sur le nombre de fois et sur la période pendant laquelle la dispense peut être utilisée, il existe un potentiel pour des opérations abusives, et difficiles à réprimer. Selon certaines indications, des acheteurs de titres ont fait un emploi répété de la dispense sur le marché du haut (*upstairs market*, c'est-à-dire marché sur lequel les institutions négocient des titres entre elles et avec des porteurs de blocs, par l'intermédiaire de courtiers) en vue d'accumuler des titres sans être obligés de faire une offre publique. Ce genre d'opérations peut créer une inégalité entre les porteurs institutionnels et les porteurs individuels. » Voir *Avis. Projet de modification de la réglementation des offres publiques*, (1990) 21 B.C.V.M.Q. n° 23, 2.

L.V.M. elle n'aurait aucune réticence à percer le voile corporatif pour calculer le nombre d'acquéreurs⁴⁶.

1.1.2.5 L'offre publique soumise à des règles équivalentes

L'offre publique d'achat faite conformément aux règles d'une autre autorité législative fera l'objet d'une dispense si ces règles sont jugées équivalentes par la CVMQ et si les conditions suivantes sont réunies : les porteurs de titres québécois sont moins de 50 ; ils possèdent moins de 2 p. 100 des titres de la catégorie ; l'initiateur leur envoie tous les documents prévus par la loi applicable, et dépose ces documents auprès de la Commission ; l'initiateur leur fait l'offre aux mêmes conditions qu'aux autres porteurs⁴⁷.

1.1.2.6 L'achat de titres dans le cours normal des activités

En principe, l'acquisition d'un bloc de 5 p. 100 ou moins des titres d'une catégorie n'est pas assujettie au régime de l'offre publique d'achat, et ce, même si cet achat a pour résultat de donner à une personne une prise de participation supérieure à 20 p. 100 des titres de cette catégorie ou de renforcer une prise de participation au-delà du seuil de 20 p. 100⁴⁸. On tient pour acquis, en effet, que l'achat est réalisé dans le cours normal des activités. Il faudra cependant que cet achat cumulé aux achats de l'acquéreur et de ses alliés effectués au cours des 12 mois précédant l'achat ne totalise pas plus de 5 p. 100 des titres de la catégorie en cause, en circulation au début de la période de 12 mois. Dans ce calcul, il est fait exception des titres acquis dans le cadre d'une offre publique d'achat. Cette dispense ne pourra pas être invoquée pour les titres négociés sur un marché organisé et acquis à un prix supérieur au cours constaté sur le marché le jour de l'opération.

1.1.2.7 Le pouvoir discrétionnaire de la Commission des valeurs mobilières du Québec d'octroyer une dispense

L'article 263 L.V.M. donne à la CMVQ la faculté de soustraire une opération de l'application des règles relatives à l'offre publique d'achat. Celle-ci pourra accorder une dispense si elle est d'avis qu'elle ne porte pas atteinte à la protection des épargnants.

46. Affaire *Cineplex Odeon*, précitée, note 45, 5.

47. Art. 121 L.V.M.

48. Art. 126 L.V.M.

1.1.3 Le critère de rattachement d'une offre publique d'achat ou d'une opération sur valeurs mobilières à la réglementation des offres publiques d'achat issue de la *Loi sur les valeurs mobilières*

La L.V.M. vise toute offre publique d'achat par laquelle l'initiateur compte acquérir des titres d'au moins un porteur rattaché au Québec par l'adresse inscrite dans les registres de la société visée, par sa résidence ou par sa présence dans le territoire à un moment quelconque de l'opération⁴⁹.

À la lumière de la décision de la Cour d'appel de l'Ontario dans *Québec c. O.S.C. (Asbestos Corporation Limited)*⁵⁰, il se pourrait que la loi québécoise ait une portée plus étendue. L'affaire *Asbestos Corporation* mettait en scène une opération complexe par laquelle le gouvernement du Québec acquerrait indirectement une participation majoritaire dans le producteur d'amiante *Asbestos Corporation Limited*, une société ouverte cotée à la Bourse de Toronto et à la Bourse de Montréal. Une prime élevée avait été versée à General Dynamics pour que celle-ci se départisse du contrôle de la société *Asbestos Corporation Limited*. Le gouvernement du Québec n'avait pas étendu son offre aux actionnaires minoritaires de la société *Asbestos Corporation Limited*, ce qui suscita leur vif mécontentement tant au Québec qu'en Ontario. Certains d'entre eux intentèrent des recours judiciaires et administratifs au Québec et en Ontario en vue d'obtenir une parité de traitement avec General Dynamics. Une plainte fut notamment déposée auprès de l'OSC. Les plaignants soutenaient que la réglementation ontarienne des valeurs mobilières s'appliquait à l'opération en cause et qu'en vertu de l'O.S.A.^{50a} le gouvernement du Québec était tenu d'étendre aux actionnaires minoritaires ontariens l'offre faite à

49. Art. 113 L.V.M. Lorsque l'OPA vise périphérieurement les porteurs de titres québécois, il est possible pour l'initiateur d'obtenir une dispense en vertu de l'article 121 ou de l'article 263 L.V.M. Par ailleurs, l'initiateur peut se prévaloir du régime d'information multinational de l'instruction générale C-45. Celui-ci permet à l'initiateur de se conformer, dans l'ensemble, aux exigences américaines en matière d'information et de déroulement de l'offre plutôt qu'aux exigences canadiennes. Ce régime n'est disponible que si la société visée est un émetteur américain, que l'offre est faite à tous les porteurs de titres de la catégorie au Canada et aux États-Unis, que l'offre est faite aux résidents canadiens aux mêmes conditions que celles qui sont offertes aux résidents américains. De plus, il importe que moins de 40 p. 100 des titres de la catégorie visée soient détenus par des porteurs résidant au Canada d'après l'adresse inscrite dans les registres de la société visée.

50. *Québec c. O.S.C. (Asbestos Corporation Limited)*, (1992) 15 O.S.C.B. 4973 (C.A. Ont.) (ci-après cité : « *Asbestos Corporation* »).

50a. *Ontario Securities Act*, R.S.O. 1990, c. S-5 (ci-après cité : « O.S.A. »).

General Dynamics⁵¹. Sans se prononcer sur le fond, la Cour d'appel de l'Ontario statua que l'O.S.A. s'appliquait en l'espèce et que l'OSC avait compétence pour déterminer s'il y avait lieu d'accorder aux actionnaires minoritaires un traitement identique à celui obtenu par General Dynamics. Selon la Cour d'appel, cette compétence s'impose comme un corollaire de la mission de l'OSC de surveiller les marchés des capitaux à l'intérieur des frontières ontariennes et de veiller à leur intégrité de même qu'à leur bon fonctionnement⁵². En ce sens, l'assujettissement à l'O.S.A. d'une opération de transfert de contrôle se déroulant exclusivement au Québec n'équivaldrait pas à une application extraterritoriale d'une loi provinciale⁵³.

Une décision de l'OSC, l'affaire *H.E.R.O. Industries Ltd.*⁵⁴, s'inscrit dans la même veine que la décision de la Cour d'appel de l'Ontario dans l'affaire *Asbestos Corporation*. En effet, l'OSC y établit qu'elle a compétence sur une opération dans la mesure où cette opération « has a sufficient Ontario connection or « nexus » to warrant intervention to protect the integrity of the capital markets in the province⁵⁵ ». Dans cette affaire, la société Middlefield avait acquis par voie de cession privée un bloc important d'actions de la société H.E.R.O. Le cédant n'était pas une personne résidant en Ontario. Aux termes de l'O.S.A., la cession n'était pas assujettie aux dispositions statutaires concernant les offres publiques d'achat puisque le cédant ne résidait pas en Ontario. Elle avait cependant pour conséquence de mettre en échec une offre publique d'achat lancée auparavant par la société Gordon Capital Corporation sur les actions ordinaires de H.E.R.O., offre qui aurait avantage l'ensemble des actionnaires de H.E.R.O. Se fondant sur le critère de l'intérêt public, l'OSC

51. C'était le fameux mécanisme du *follow-up offer*. Celui-ci a disparu avec la réforme du chapitre sur les OPA de l'O.S.A., en 1987, et plus précisément, la mise en place du système de réglementation uniforme : *supra*, note 3 ; sur le *follow-up offer*, voir notamment B. BAILEY et P. CRAWFORD, « The Take-Over Bid by Private Agreement : The Follow-Up Offer Obligation », (1983) 7 *Dalhousie L.J.* 93.

52. *Asbestos Corporation*, précité, note 50, 4993-4994.

53. En principe, une province canadienne n'a pas le pouvoir de réglementer des activités extraprovinciales ou de modifier des droits contractuels localisés à l'extérieur de ses limites : *Royal Bank of Canada c. R.*, [1913] A.C. 283 ; *Crédit Foncier Franco-Canadien c. Ross*, [1937] 3 D.L.R. 365 (Alta A.D.) ; *Beauharnois Light, Heat and Power Co. c. Hydro-Electric Power Commission*, [1937] 3 D.L.R. 458 (C.A. Ont.) ; *Re Upper Churchill Water Reversion Act*, [1984] 1 R.C.S. 297 ; *Burns Foods c. P.G. Manitoba*, [1975] 1 R.C.S. 494 ; *Interprovincial Cooperatives c. R.*, [1976] 1 R.C.S. 477. De manière générale, voir P.W. HOGG, *Constitutional Law of Canada*, 3^e éd., Toronto, Carswell, 1992, pp. 320-325 et H. BRUN et G. TREMBLAY, *Droit constitutionnel*, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 1990, pp. 499-506.

54. *H.E.R.O. Industries Ltd.*, (1990) 13 O.S.C.B. 3775 (OSC).

55. *Id.*, 3787.

rendit contre Middlefield une ordonnance lui interdisant d'effectuer des opérations sur les titres de H.E.R.O. Selon la Commission ontarienne, sa compétence pour prononcer une telle ordonnance découle d'un certain nombre de facteurs : Gordon Capital Corporation et Middlefield sont toutes deux établies à Toronto, H.E.R.O. est inscrite à la cote de la Bourse de Toronto, et un nombre important d'actionnaires minoritaires de H.E.R.O. résident en Ontario.

Si les décisions de la Cour d'appel de l'Ontario dans l'affaire *Asbestos Corporation* et de l'OSC dans l'affaire *H.E.R.O. Industries Ltd.* sont l'expression du droit positif au Québec, la CVMQ aurait juridiction non seulement sur une offre publique d'achat visant des porteurs de titres rattachés au Québec, mais aussi sur une offre publique d'achat touchant indirectement des porteurs de titres rattachés au Québec. Suivant la logique des deux décisions ontariennes, la CVMQ pourrait rendre une décision concernant une opération qui touche une offre publique d'achat se déroulant en partie ou en totalité à l'intérieur de ses frontières, même si cette opération est localisée à l'extérieur du Québec. Ainsi, il serait permis de croire que, dans le contexte d'une offre publique d'achat se déroulant au Québec, l'article 145 L.V.M., dont la vocation principale est d'interdire à l'initiateur et à ses alliés de passer toute convention ayant pour effet de créer une inégalité entre les porteurs⁵⁶, s'appliquerait à un arrangement contractuel localisé à l'extérieur du Québec. Dans le même ordre d'idée, l'initiateur ne pourrait pas acquérir des titres à l'extérieur du Québec à des conditions différentes de celles de l'offre québécoise⁵⁷. Et pendant la durée d'une offre publique d'achat soumise à la législation québécoise, une personne autre que l'initiateur acquérant par des opérations hors Québec 5 p. 100 ou plus des titres de la catégorie visée serait assujettie au système de préalerte des articles 147.15 et 147.16 L.V.M.⁵⁸.

On retrouve l'esprit des affaires *Asbestos Corporation* et *H.E.R.O. Industries Ltd.* au deuxième paragraphe de l'article 123 L.V.M. Celui-ci dispose que les conditions de la dispense relative à l'acquisition de titres par voie d'accords privés prévue dans l'article 123 (1) L.V.M. régiront « tout achat auprès d'un nombre restreint de porteurs non rattachés au Québec, dès lors qu'au moins un porteur de titres de la catégorie en cause est rattaché au Québec par l'adresse inscrite dans les registres de la société visée ».

56. *Infra*, section 1.2.3.4.

57. Art. 141 L.V.M. ; *infra*, section 1.2.3.1.

58. *Infra*, section 1.2.2. Dans la veine de ces supputations sur les conséquences au Québec des décisions *Asbestos Corporation*, précitée, note 50, et *H.E.R.O. Industries Ltd.*, précitée, note 54, voir *Dupont c. Toronga*, [1987] R.J.Q. 124 (C.S.).

1.2 Les principaux paramètres de la réglementation de l'offre publique d'achat au Québec

1.2.1 Des règles pour permettre au porteur de titres de prendre une décision libre et éclairée

Dans une offre publique d'achat, le porteur de titres de la société visée doit être maître de la décision de déposer ou non ses titres. C'est là un des principes cardinaux sous-tendant les systèmes canadiens de réglementation des valeurs mobilières, et en particulier l'appareil québécois⁵⁹. Par l'installation d'un mode de transmission d'information et par des modalités impératives se rapportant à la durée de l'offre et au dépôt des titres, la L.V.M. contribue à créer un environnement dans lequel le porteur de titres est susceptible de prendre une décision libre et éclairée.

1.2.1.1 Les obligations relatives à la transmission d'information au porteur de titres

Le système de transmission de l'information prévu dans la L.V.M. est articulé autour de deux rouages principaux, soit la note d'information et la circulaire du conseil d'administration.

En vertu de l'article 128 L.V.M., l'initiateur est tenu de présenter l'offre dans une note d'information qu'il transmet aux porteurs de titres et dépose auprès de la Commission. La note doit faire état de tout « fait important susceptible d'affecter la valeur ou le cours des titres de la société visée⁶⁰ ». Le critère élaboré par la Cour suprême des États-Unis dans l'affaire *TSC Industries v. Northway*⁶¹ a été retenu au Québec et au Canada pour déterminer si un fait est important et doit être divulgué⁶². Au regard

59. Ce principe a notamment été affirmé dans l'influent rapport Kimber : COMMITTEE ON SECURITIES LEGISLATION, *Report of the Attorney General's Committee on Securities Legislation in Ontario*, Toronto, The Committee, 1965, par. 3.10. Le comité s'exprime comme suit : « The Committee has concluded that the primary objective of any recommendations for legislation with respect to the take-over bid transaction should be the protection of the bona fide interests of the shareholders of the offeree company. Shareholders should have made available to them, as a matter of law, sufficient up-to-date relevant information to permit them to come to a reasoned decision as to the desirability of accepting a bid for their shares. »

60. *Règlement sur les valeurs mobilières*, R.R.Q., 1981, c. V-1.1, r. 1, tel que modifié, rubrique 18 de l'annexe 11 (ci-après cité : « R.V.M. »).

61. *TSC Industries v. Northway*, 426 U.S. 438 (1976).

62. Voir notamment *Behar c. Golden Pond Resources Inc.*, [1986] R.J.Q. 3064 (C.S.); *Sparling c. Royal Trust Co. Ltd.*, (1984) 45 O.R. (2d) 484 (C.A. Ont.), confirmé par [1986] 2 R.C.S. 537.

de ce critère objectif, un fait devra être divulgué dans la note d'information s'il existe une probabilité significative⁶³ qu'un investisseur raisonnable considérerait ce fait dans le processus décisionnel se rapportant à l'acceptation ou au refus de l'offre qui lui est présentée. Autrement formulé, un fait sera divulgué dans la note d'information s'il existe une probabilité significative qu'il influe sur le stock d'information à la lumière duquel la décision d'accepter ou de refuser l'offre est prise.

La divulgation de l'information dans la note d'information est soumise à des exigences moins sévères que la divulgation d'information dans le prospectus. C'est seulement si des lacunes très graves sont détectées que la CVMQ sanctionnera une note d'information. La CVMQ justifie cette position en faisant valoir que la note d'information n'est pas soumise à un examen au préalable, contrairement au prospectus⁶⁴.

Dans un délai de dix jours à compter du lancement de l'offre, le conseil d'administration de la société visée est tenu de faire parvenir une circulaire aux porteurs de titres de la catégorie visée et aux porteurs de titres donnant le droit d'acquérir, pendant la durée de l'offre, les titres de cette catégorie⁶⁵. La circulaire du conseil d'administration peut contenir un avis motivé recommandant aux porteurs d'accepter ou de rejeter l'offre. Dans l'éventualité où le conseil d'administration décide de ne pas faire de recommandation, il doit expliquer dans la circulaire les raisons de l'abstention. Le conseil d'administration a la faculté de faire une recommandation après l'envoi de la circulaire⁶⁶. Par ailleurs, tout dirigeant d'une société visée a le droit de joindre à la circulaire du conseil d'administration, à une modification de celle-ci ou à une recommandation envoyée subséquemment à la circulaire son propre avis⁶⁷. Le dirigeant peut y recommander d'accepter ou de rejeter l'offre, ou indiquer qu'il est en désaccord avec les documents établis par le conseil.

Outre qu'elle permet la dénonciation des intérêts personnels des dirigeants dans l'offre publique d'achat, la circulaire devrait fournir au porteur de titres des outils pour évaluer la probabilité de succès de l'offre publique d'achat. Par le jeu de la circulaire, les dirigeants se voient notamment

63. « *Substantial likelihood* » est l'expression anglaise consacrée.

64. Institut Mérielux, précité, note 34, 6.

65. Art. 134 L.V.M.

66. Art. 136 L.V.M.

67. Art. 137 L.V.M.

imposer l'obligation d'informer le porteur de titres du déploiement de tactiques défensives, si tant est que la direction y ait recours⁶⁸.

Les obligations d'information à la charge de l'initiateur et du conseil d'administration ne sont pas statiques. Elles évoluent dans le temps. Ainsi l'article 130 L.V.M. impose à l'initiateur l'obligation de faire parvenir aux porteurs de titres un avis officiel pour informer ceux-ci de toute modification aux conditions initiales de l'offre, ou de tout changement survenu dans les faits sur lesquels la note d'information est fondée et qui sont susceptibles d'influer sur la décision des porteurs d'accepter ou de rejeter l'offre. Par condition initiale de l'offre, il faut entendre un élément du contenu de l'offre et non une condition au sens strict du terme, c'est-à-dire un événement incertain dont la réalisation libérerait l'initiateur de son obligation de faire l'acquisition des actions déposées en réponse à l'offre⁶⁹. De même, le conseil d'administration est tenu d'aviser les porteurs de titres de tout changement survenu dans les faits sur lesquels est fondée la circulaire et susceptible d'influer sur la décision des porteurs d'accepter ou de rejeter l'offre⁷⁰. En outre, dans les cas où l'initiateur a envoyé un avis de modification, le conseil d'administration doit faire parvenir une mise à jour de la circulaire initiale, dans un délai de cinq jours suivant l'avis⁷¹.

1.2.1.2 Les règles relatives à la durée de l'offre et à la révocabilité du dépôt des titres

La L.V.M. prévoit que l'offre a une durée minimale de 21 jours⁷². En cas de modification des conditions de l'offre, la clôture de celle-ci ne doit

68. Rubrique 7.2 de l'annexe 12, R.V.M. Par ailleurs, cette obligation a été posée par la Cour d'appel de l'Ontario dans l'affaire *Sparling c. Royal Trust Co. Ltd.*, précitée, note 62, confirmée par la Cour suprême du Canada. Le plus haut tribunal de l'Ontario émettait alors l'opinion que la mise en œuvre de tactiques défensives par le conseil d'administration à la suite d'une offre publique d'achat constituait un fait important qui aurait dû être divulgué dans la circulaire du conseil d'administration. Il était en effet crédible qu'un certain nombre d'actionnaires n'auraient pas déposé leurs titres s'ils avaient été informés du déploiement de ces mesures défensives, préférant plutôt vendre leurs titres sur les marchés boursiers. La Cour d'appel de l'Ontario ne rejeta pas la thèse que ce défaut de divulgation constituait une situation d'oppression des actionnaires minoritaires.

69. *Offre publique d'achat de Québécoir sur les actions ordinaires de Nordair Inc.*, (1985) 16 B.C.V.M.Q. n° 45, A1.

70. Art. 139 L.V.M.

71. Art. 138 L.V.M.

72. Art. 147.3 L.V.M. ; les autorités canadiennes en valeurs mobilières envisagent de faire passer la durée minimale de l'OPA de 21 à 35 jours. Voir, à ce sujet, *Avis. Projet de modification de la réglementation des offres publiques*, (1990) 21 B.C.V.M.Q. n° 23, 1. Pour une critique féroce de cette proposition, voir : M.R. GILLEN, « Proposed Changes to Provincial Takeover Bid Legislation: Deterrence Without Protection », (1991) *U.B.C.L. Rev.* 129.

pas intervenir moins de 10 jours après la date de livraison de l'avis⁷³. L'initiateur peut faire exception à ce délai de 10 jours si la modification est une renonciation à une condition de l'offre et que la seule contrepartie offerte est en espèces⁷⁴. Ces délais minimaux donnent à l'investisseur du temps pour apprécier l'offre qui lui est faite et prendre une décision. Ils rendent aussi possible le lancement d'une offre concurrente, plus intéressante pour l'actionnaire.

Le dépôt des titres est révocable. La révocation peut être effectuée dans un délai de 21 jours suivant le lancement de l'offre, pour tous les titres. Pour les seuls titres dont l'initiateur n'a pas pris livraison ni effectué le règlement, l'avis de révocation pourra être transmis au dépositaire dans un délai de 10 jours à compter de l'avis de modification et à l'expiration d'un délai de 45 jours à compter du lancement de l'offre. Le dépôt de titres ne peut cependant pas être révoqué pendant la prolongation de l'offre, lorsque la modification des conditions se limite à une surenchère et à la prolongation de la durée de validité de l'offre nécessaire pour laisser un délai de 10 jours à compter de l'avis de modification. Enfin, la révocation ne pourra pas être effectuée lorsque l'initiateur renonce, après la clôture de l'offre, à une condition pour laquelle l'initiateur a stipulé qu'il pouvait y renoncer unilatéralement, cette renonciation n'étant possible que si la contrepartie offerte est uniquement en espèces⁷⁵.

1.2.2 Un système de préalerte

La L.V.M. contient un système de préalerte. Une personne doit en effet émettre un communiqué de presse et déposer ce communiqué auprès de la CVMQ aussitôt qu'a été réalisée une opération ayant pour conséquence de lui donner une participation égale ou supérieure à 10 p. 100 dans une catégorie de titres soumise au régime de l'offre publique d'achat. De plus, cette personne doit transmettre à la CVMQ, à l'émetteur des titres et, le cas échéant, aux bourses à la cote desquelles la valeur est inscrite une déclaration formelle, et ce, dans un délai de deux jours ouvrables de l'opération⁷⁶. Tout changement important par rapport à l'information fournie dans ces documents fait aussi l'objet d'un communiqué de presse et d'une déclaration⁷⁷; en particulier, l'augmentation de la participation d'une tranche supplémentaire de 2 p. 100 donne lieu à ces formalités⁷⁸.

73. Art. 147.8 L.V.M.

74. *Ibid.*

75. Art. 147.5 et 130 L.V.M.

76. Art. 147.11 L.V.M.

77. Art. 147.12 L.V.M.

78. *Ibid.*

Le système de préalerte vise deux objectifs. Une finalité poursuivie est d'informer le marché et les porteurs de titres de la possibilité qu'une offre publique d'achat se concrétise ultérieurement. Par souci d'établir un équilibre des forces entre l'initiateur inamical et la direction de la société visée, le législateur cherche, par ailleurs, à écarter les scénarios où l'initiateur inamical prend par surprise la direction de la société visée.

Les délais très courts prévus dans la L.V.M. contrastent avec le délai prévu dans l'article 13 d) du *Securities Exchange Act* américain et les règles s'y rattachant⁷⁹. Ces instruments posent qu'une personne ayant acquis une participation de plus de 5 p. 100 des titres d'une catégorie donnée doit dans un délai de 10 jours suivant l'acquisition des titres déposer une déclaration auprès de la Securities Exchange Commission (SEC) et transmettre copie de ce document à l'émetteur et aux bourses où le titre est négocié. Le *Securities Exchange Act* ne prohibe pas les acquisitions additionnelles de titres pendant cette période de 10 jours. Une personne qui souhaite prendre le contrôle d'une société par l'intermédiaire d'une OPA inamicale envisagera de déposer la déclaration à la toute fin du délai de 10 jours. Elle profitera de ce laps de temps pour acheter des actions supplémentaires et consolider ainsi ses positions. En agissant de la sorte, l'initiateur potentiel place la direction de la société visée devant un fait accompli et réduit, du même coup, la capacité de la direction de contrer préventivement le projet d'OPA^{79a}. Au Québec, les délais très courts prévus dans la L.V.M. rendent ce genre de manœuvre impraticable.

Les acquisitions de titres effectuées pendant une offre publique d'achat par une personne autre que l'initiateur déclencheront aussi, dans certaines circonstances, une préalerte. Si une personne acquiert, seule ou avec des alliés, des titres lui donnant une participation d'au moins 5 p. 100 dans la catégorie de titres visée par l'offre, elle devra émettre un communiqué de presse, le déposer auprès de la CVMQ et le transmettre aux bourses à la cote desquelles la valeur est inscrite⁸⁰. Ces formalités doivent aussi être remplies chaque fois que la participation déjà déclarée de cette personne augmente de 2 p. 100, en raison d'acquisitions nouvelles effectuées par elle-même ou ses alliés pendant le cours de l'offre⁸¹. Ces exigences ont pour but de sensibiliser le marché à la possibilité qu'une offre concurrentielle soit en préparation.

79. L. LOSS et J. SELIGMAN, *op. cit.*, note 5, pp. 2170-2197.

79a. Cette *window period* de 10 jours installée par l'article 13 d) du *Securities Exchange Act* est âprement critiquée par la SEC et la doctrine : L. LOSS et J. SELIGMAN, *op. cit.*, note 5, p. 2172, note 114.

80. Art. 147.15 L.V.M.

81. Art. 147.16 L.V.M.

1.2.3 Le principe de l'égalité de traitement des porteurs et ses ramifications

Le principe de l'égalité de traitement des porteurs est la clef de voûte du système de réglementation des offres publiques d'achat⁸². Les ramifications de ce principe dans le système québécois de la réglementation des valeurs mobilières ont été regroupées autour de six thèmes, qui seront ici brièvement présentés.

1.2.3.1 Les conditions de l'offre constituent la référence pour l'acquisition des titres

À compter de l'annonce de l'offre jusqu'à sa clôture, l'initiateur et ses alliés ne peuvent acquérir des titres qui augmentent leur participation que selon les conditions de l'offre ; ils ne peuvent non plus accepter d'engagements qui leur permettraient d'augmenter leur participation à des conditions différentes de celles de l'offre. Ce principe est posé à l'article 141 L.V.M. Il se dégage de la décision *Institut Mérieux* que l'engagement dont il est question dans cette disposition est celui qui permet d'acquérir les titres visés par l'offre dans un délai de 60 jours du début de l'offre. Cette interprétation se justifie par un souci de cohérence entre, d'une part, l'article 141 L.V.M. et, d'autre part, les articles 111 et 112 L.V.M.⁸³. Toutefois, la seule possibilité que l'acquisition ait lieu dans un délai de 60 jours suffit pour que l'engagement entre dans le domaine de l'article 141 L.V.M. L'entente en litige dans l'affaire *Institut Mérieux* donnait notamment à l'Institut Mérieux, l'initiateur, un droit de préemption sur les actions de la société visée détenues par un actionnaire important, soit la Caisse de dépôt et placement. L'entente prévoyait que la Caisse de dépôt et placement s'engageait à ne pas vendre ses actions à moins d'offrir à l'Institut Mérieux de les acheter en premier lieu. La CVMQ jugea que ce droit de préemption était contraire à la deuxième partie de l'article 141 L.V.M. La CVMQ émit l'avis que l'aspect conditionnel du droit de préemption n'était pas un facteur important pour décider de l'application de l'article 141 L.V.M.

L'article 142 L.V.M. prévoit une exception au principe de l'article 141 L.V.M. : l'initiateur peut acheter des titres sur le marché boursier à compter du troisième jour ouvrable après le lancement de l'offre. Il devra cependant déclarer son intention d'effectuer ces opérations dans la note d'information. De plus, l'initiateur et ses alliés seront assujettis à un

82. Affaire 2425-4526 *Québec Inc., Caisse de dépôt et placement du Québec, Société québécoise d'initiatives pétrolières et Noverco Inc.*, (1990) 21 B.C.V.M.Q. n° 44, 2, 7 (CVMQ) (ci-après citée : « *Noverco* ») ; R. DEMERS, « L'offre publique d'achat : perspectives québécoises », (1986) 20 R.J.T. 303, 316.

83. *Institut Mérieux*, précité, note 34, 7.

plafond de 5 p. 100. Ces achats devront être déclarés par la voie d'un communiqué de presse, qui devra aussi être déposé auprès de la CVMQ et transmis aux bourses à la cote desquelles le titre est inscrit.

Le principe de l'égalité de traitement des porteurs de titres ne peut être contourné par des manœuvres précédant le lancement de l'offre ou postérieures à la clôture de l'offre. Ainsi, l'article 142.1 L.V.M. pose que l'initiateur ayant acquis des titres visés par l'offre dans un délai de 90 jours précédant le lancement de celle-ci a l'obligation de proposer des conditions au moins égales, en ce qui concerne la contrepartie et la proportion de titres acquis, aux conditions les plus avantageuses qu'il a consenties au cours de cette période. Une acquisition de titres effectuée en vertu du régime de dispense de l'article 126 L.V.M. ou un achat en bourse couvert par l'article 120 L.V.M. est soustrait de l'application de l'article 142.1 L.V.M. Par ailleurs, dans un délai de 20 jours ouvrables suivant la clôture de l'offre, l'initiateur, ses alliés, le porteur possédant une participation de plus de 20 p. 100 dans les titres comportant droit de vote de l'initiateur ainsi que la personne avec qui ce porteur a des liens et les sociétés du même groupe que lui ne peuvent acquérir des titres de la catégorie visée par l'offre à des conditions qui ne sont pas offertes à l'ensemble des porteurs de la catégorie, et ce, indépendamment du résultat de l'offre⁸⁴.

1.2.3.2 La surenchère

En cas de surenchère, l'initiateur doit payer le prix majoré même pour les titres déjà réglés⁸⁵.

1.2.3.3 La réduction proportionnelle

L'article 147.2 L.V.M. prévoit que si le nombre de titre déposés en réponse à l'offre excède la quantité demandée ou acceptée par l'initiateur, celui-ci doit procéder à une réduction proportionnelle du nombre de titres déposés par chaque porteur⁸⁶.

1.2.3.4 L'interdiction de conclure une convention qui aurait pour effet de créer une inégalité entre les porteurs

Suivant l'article 145 L.V.M., l'initiateur et ses alliés doivent offrir les mêmes conditions à tous les porteurs de titres de la catégorie sur laquelle porte l'offre. Toute convention qui aurait pour effet de créer une inégalité entre porteurs est interdite tant à l'initiateur qu'à ses alliés. Qu'une con-

84. Art. 144 L.V.M.

85. Art. 146 L.V.M.

86. Art. 147.2 L.V.M.

vention ait pour effet de créer une inégalité entre les porteurs est une question s'approchant cas par cas. Dans l'affaire *Institut Mérieux*⁸⁷, la CVMQ a décidé qu'une convention comportant une option de vente au bénéfice d'un des actionnaires était contraire à l'article 145 L.V.M. Cette affaire mettait en cause une offre publique d'achat partielle de l'Institut Mérieux sur les actions ordinaires de la société CDC Life Sciences Inc. La Caisse de dépôt et placement⁸⁸ était un actionnaire important de CDC Life Sciences Inc. La Caisse et l'Institut Mérieux avaient conclu une entente qui prévoyait que la Caisse pouvait, à compter du 1^{er} juillet 1989, offrir de vendre à l'initiateur la totalité des actions qu'elle détenait⁸⁹. Le prix de vente ne pouvait pas dépasser 115 p. 100 du cours moyen des actions de la société visée, le calcul étant effectué sur des cours boursiers enregistrés dans un délai de 20 jours précédant la levée de l'option. Selon la CVMQ, cette option de vente introduisait une inégalité entre les porteurs pour deux raisons : d'une part, elle permettait à la Caisse de vendre 100 p. 100 de ses actions à un prix supérieur au cours du marché, alors qu'elle n'aurait cédé qu'une fraction de ses actions dans le cadre de l'offre publique d'achat. D'autre part, il y avait une possibilité que la Caisse reçoive dans le cadre de cette entente une contrepartie supérieure à celle qui était offerte aux autres porteurs à la suite de l'OPA. À la faveur de cette décision, la CVMQ limite néanmoins la portée de l'article 145 L.V.M., puisqu'elle énonce le principe général qu'une entente sera jugée contraire à cet article seulement si elle est « reliée à l'offre publique par un lien très étroit⁹⁰ ». Cela inclut notamment une « entente conclue par l'initiateur avant une offre publique, mais conçue par l'initiateur en fonction d'une offre publique à venir⁹¹ ». La décision de la CVMQ dans l'affaire *Gestion Claupier*⁹² s'inscrit dans la même veine que l'affaire *Institut Mérieux*. La CVMQ y a statué qu'une convention constituant un mécanisme d'option croisée⁹³ va à l'encontre de l'arti-

87. *Institut Mérieux*, précité, note 34 ; voir aussi la décision de l'OSC au même effet : *Institut Mérieux*, (1988) 11 O.S.C.B. 2541.

88. Ci-après citée : « Caisse ».

89. L'entente accordait aussi un droit de préemption à l'Institut Mérieux : voir la discussion, *supra*, note 83 et le texte correspondant.

90. *Institut Mérieux*, précité, note 34, 9.

91. *Ibid.*

92. *Gestion Claupier*, (1992) 23 B.C.V.M.Q. n° 8, 21-23 (ci-après cité : « *Gestion Claupier* »).

93. Option croisée ou options réciproques : l'initiateur obtient le droit d'acheter les titres d'un actionnaire donné à un prix fixé d'avance, tandis qu'un actionnaire se voit reconnaître le droit de vendre ses titres à un prix prédéterminé.

cle 145 L.V.M. Dans cette affaire, une dispense fut cependant accordée par la CVMQ⁹⁴.

L'affaire *Cineplex Odeon*⁹⁵, quant à elle, mettait en scène une clause compensatoire. La convention en cause limitait l'offre à cinq porteurs, ce qui permettait à l'acquéreur de prétendre au bénéfice de la dispense de l'article 123 L.V.M. L'opération avait cependant été montée de manière que, parmi les autres porteurs, un nombre limité d'entre eux recevaient une compensation monétaire dans l'éventualité où ils vendaient leurs titres à des tiers à un prix inférieur à celui qui était offert aux porteurs qui se départissaient de leurs titres dans le cadre de l'offre d'achat. La CVMQ opina que, par le jeu de cette clause compensatoire, l'acquéreur se trouvait à faire indirectement une offre d'achat à plus de cinq porteurs ; conséquemment, l'opération ne pouvait bénéficier de la dispense de l'article 123 L.V.M. De plus, cette clause compensatoire était un avantage consenti à un cercle restreint d'actionnaires de Cineplex Odeon Corporation ; elle créait donc une situation d'inégalité entre les porteurs, contraire à l'article 145 L.V.M.

C'est de façon exceptionnelle que la CVMQ exercera le pouvoir conféré par l'article 263 L.V.M. et accordera une dispense de l'application de l'article 145 L.V.M.⁹⁶.

94. Voir aussi l'affaire *Noverco*, précitée, note 82, 2, où est en cause une option croisée dont le prix de levée équivalait au montant versé aux actionnaires ayant déposé leurs titres au moment de l'offre publique plus un montant d'intérêt égal au taux de base depuis le paiement de l'offre, moins le rendement obtenu par le détenteur des titres par l'entremise des dividendes déclarés. Le taux de base considéré ici était le taux auquel une banque à charte aurait consenti des prêts commerciaux en dollars canadiens à ses clients présentant le meilleur crédit. Dans une opinion majoritaire, la CVMQ exprime l'avis que, dans l'espèce, l'octroi d'une option comportant un rendement égal au taux de base est contraire à l'article 145 L.V.M. Elle accorde néanmoins une dispense de l'obligation prévue dans l'article 145 L.V.M. À noter que dans cette affaire le débat n'a pas porté sur le mécanisme de l'option croisée mais plutôt sur le rendement inhérent à l'option croisée entre son octroi et sa levée.

95. *Cineplex Odeon*, (1989) 20 B.C.V.M.Q. n° 20, 2 (ci-après cité : « *Cineplex Odeon* »).

96. Affaire *Noverco*, précitée, note 94, 8 ; Affaire *Gestion Clupier*, précitée, note 92 ; Affaire *Trans Mountain Pipeline Company Ltd. and Island natural Gas Co. Ltd.*, (1983) 14 janvier 1983, O.S.C.B. 5c : dans cette affaire, l'OSC a indiqué qu'une exception au principe de l'égalité de traitement des porteurs de titres « will be rarely and grudgingly granted » (pp. 6c-7c). Le commissaire Cusson, dissident dans l'affaire *Noverco*, soutient qu'une dispense de l'application de l'article 145 L.V.M. ne devrait être accordée que dans trois cas de figure : 1) les principaux actionnaires acceptent des conditions moins avantageuses que celles qui sont proposées à l'ensemble des actionnaires ; 2) la Commission estime que la contrepartie proposée à certains actionnaires constitue l'équivalent de celle qui est proposée aux autres ; 3) la convention en cause s'explique par des motifs qui sont étrangers à l'objectif d'offrir une contrepartie supérieure à certains actionnaires

1.2.3.5 Le principe de l'égalité des actionnaires comme règle d'interprétation et guide dans l'exercice du pouvoir discrétionnaire de la Commission des valeurs mobilières du Québec

Outre qu'il est exprimé dans les dispositions statutaires précises, le principe de l'égalité des actionnaires se déploie comme un prisme interprétatif des dispositions de la L.V.M. sur les offres publiques d'achat et un guide pour la CVMQ dans l'exercice de ses pouvoirs discrétionnaires. Dans l'affaire *Cineplex Odeon*, la CVMQ a ainsi justifié une interprétation restrictive de l'exception relative à l'acquisition de titres par la voie de conventions distinctes prévue dans l'article 123 L.V.M. par le motif que celle-ci constitue une dérogation au principe de l'égalité de traitement des actionnaires⁹⁷. De même, la CVMQ s'est appuyée sur la primauté du principe de l'égalité des actionnaires pour affirmer à au moins deux reprises que c'est à titre exceptionnel qu'elle exercera les pouvoirs conférés par l'article 263 L.V.M. pour accorder une dispense de l'application de l'article 145 L.V.M. et ainsi endosser une convention ayant pour effet de créer une inégalité entre les porteurs⁹⁸. Dans l'affaire *H.E.R.O. Industries Ltd.*, l'OSC a aiguillé ses pouvoirs discrétionnaires sur le principe de l'égalité de traitement des actionnaires pour neutraliser une cession privée d'actions⁹⁹. De manière générale, l'on peut postuler que le tribunal ou la CVMQ inclinera vers une interprétation libérale des dispositions statutaires reflétant le principe de l'égalité des actionnaires, alors qu'il ou elle privilégiera une interprétation restrictive des dispositions statutaires s'écartant de ce principe. Dans le même ordre d'idée, l'exercice des pouvoirs discrétionnaires de la CVMQ en matière d'offre publique d'achat véhiculera un préjugé favorable au principe de l'égalité des actionnaires.

(*id.*, 13). Il est à noter que, contrairement à l'O.S.A., la loi québécoise ne comporte pas de disposition particulière donnant à la CVMQ le pouvoir de soustraire un arrangement contractuel de l'application de l'article 145 L.V.M. lorsqu'elle est d'avis que celui-ci a été conclu pour un motif autre que celui de fournir une contrepartie supérieure à des actionnaires particuliers. Voir à ce sujet les articles 97 (2) et 104 (2) (a) O.S.A. Pour des exemples de l'exercice de ce pouvoir particulier d'accorder une dispense, voir notamment : la décision *Olympia & York Developments Ltd.*, (1989) 13 O.S.C.B. 297 (OSC) ; la décision *Informatix 2000 Inc.*, (1991) 14 O.S.C.B. 2033 (OSC) ; la décision *Consolidated-Bathurst Inc. and Kuwait Investment Authority*, (1989) 12 O.S.C.B. 149 (OSC).

97. *Cineplex Odeon*, précité, note 95, 4. Dans le même ordre d'idée, voir la décision *Standard Trustco Limited*, (1988) 11 O.S.C.B. 3027, 3036 (OSC).

98. *Supra*, note 96.

99. *Supra*, notes 54 et 55 de même que le texte correspondant.

1.2.3.6 Le principe de l'égalité des actionnaires et les actionnaires de l'extérieur du Québec

Au Canada, la réglementation des valeurs mobilières relève d'une pluralité des juridictions. Ce que d'aucuns qualifieraient de balkanisation de la réglementation des valeurs mobilières s'impose comme une conséquence directe de la compétence constitutionnelle de la province sur cette matière. Il résulte de ce morcellement juridictionnel qu'une offre publique d'achat peut exclure les actionnaires d'une ou de plusieurs provinces canadiennes sans pour autant être entachée d'illégalité. Par exemple, une offre publique d'achat est en principe légale au regard de la L.V.M. si elle vise l'ensemble des porteurs de titres résidant au Québec ; aucune disposition de la loi québécoise n'oblige l'initiateur à étendre son offre aux porteurs de titres résidant dans les autres provinces canadiennes¹⁰⁰.

Le principe de l'égalité des actionnaires s'accommode fort mal de l'offre publique d'achat excluant les actionnaires d'une ou de plusieurs provinces. En plus, ce type d'offre publique d'achat pose des problèmes d'ordre pratique car il est relativement facile de court-circuiter son mécanisme : parce que la plupart des grandes maisons de courtage sont d'envergure pancanadienne et qu'il n'y a pas de restriction significative à la liberté de circulation du capital dans le marché commun canadien, bien peu de choses empêchent un porteur de titres résidant dans une province exclue d'acheminer ses actions vers la province ou une des provinces où se déroule l'offre publique d'achat.

En adoptant l'instruction générale C-37, les commissions des valeurs mobilières des provinces canadiennes ont voulu empêcher les protagonistes d'une OPA d'exploiter à leur avantage et au détriment du public-investisseur le morcellement juridictionnel qui existe au Canada relativement à la réglementation de l'offre publique d'achat. L'instruction générale C-37 prévoit notamment que « [l]orsqu'une offre publique est faite dans certaines provinces, mais non dans une ou plusieurs autres provinces, les autorités des provinces où l'offre est faite peuvent ordonner l'interruption

100. Art. 127 L.V.M. La situation se présente différemment si la société visée est une société de régime fédéral. En effet, la L.S.A. contient son propre code de réglementation des OPA : conformément à celui-ci, une offre publique d'achat devra atteindre tous les porteurs de titres de la catégorie visée résidant au Canada. L'article 198 L.S.A. empêche toute discrimination à l'égard des porteurs de titres d'une province ou d'un groupe de provinces.

de l'offre¹⁰¹ ». L'instruction générale C-37 n'altère cependant pas le pouvoir de la Commission d'accorder une dispense en vertu de l'article 121 L.V.M.¹⁰² ou de l'article 263 L.V.M.¹⁰³.

En règle générale, les autorités administratives canadiennes ne sanctionneront pas une offre publique d'achat qui écarte les porteurs de titres américains. Ce principe se dégage notamment de l'affaire *Hiram Walker*¹⁰⁴ et il a été réitéré dans la décision *Institut Mérieux*¹⁰⁵. À la faveur de ces deux affaires, la CVMQ souligne que les différences existant entre le droit des provinces canadiennes et le droit américain en matière d'offre publique d'achat sont significatives. En conséquence, une offre publique d'achat assujettie simultanément aux lois canadiennes et aux lois américaines n'est pas dépourvue de complexité et entraîne des frais importants à la charge de l'initiateur. Pour la CVMQ, s'il est souhaitable qu'une offre soit faite à tous les actionnaires, il importe aussi de reconnaître la légitimité d'une situation où l'initiateur décide de ne pas lancer son offre du côté américain afin d'éviter les frais et les difficultés se rattachant à l'hétérogénéité des lois canadiennes et des lois américaines en matière d'offre publique d'achat. Un tel mobile justifierait un écart au principe de l'égalité des actionnaires.

1.2.4 La protection des actionnaires minoritaires

Dans le système québécois de réglementation des offres publiques d'achat, on trouve des mécanismes visant à protéger l'actionnaire minoritaire. Ces mécanismes viennent s'ajouter aux protections du droit commun et des lois sur les sociétés. Plusieurs d'entre eux sont, par ailleurs, étroitement liés au principe de l'égalité de traitement des porteurs de titres ; par exemple, l'actionnaire minoritaire retire un bénéfice indéniable de l'ensemble des règles cherchant à établir un partage équitable de la prime de contrôle.

Dans la présente section, nous avons choisi de privilégier trois thèmes. En premier lieu, nous nous intéresserons aux droits du détenteur d'actions subalternes dans le contexte d'une offre publique d'achat. Au Québec, les actions subalternes se répartissent dans le public et parmi les investisseurs

101. Instruction générale C-37, reproduite dans : M. THÉRIAULT et P. FORTIN, *op. cit.*, note 2. Par ailleurs, dans la décision *Hees International Bancorp Inc.*, (1989) 20 B.C.V.M.Q. n° 26, 4, la CVMQ a fait savoir qu'elle n'hésiterait pas à utiliser ses pouvoirs administratifs pour sanctionner une offre publique d'achat dont seraient exclus les actionnaires du Québec.

102. Instruction générale, C-37, 3^e paragraphe ; *supra*, section 1.1.2.5.

103. Instruction générale, C-37, 4^e paragraphe ; *supra*, section 1.1.2.7.

104. *Hiram Walker*, précité, note 36.

105. *Institut Mérieux*, précité, note 34, 6.

institutionnels. Dans le cas de figure dominant, le porteur d'actions subalternes se retrouve dans la situation d'un actionnaire minoritaire. Puis, la protection conférée à l'actionnaire minoritaire par l'instruction générale Q-27 fera l'objet d'une courte présentation. Enfin, nous mettrons en relief que la CVMQ a la faculté d'interpréter les dispositions de la L.V.M. de manière à avantager l'actionnaire minoritaire.

1.2.4.1 Le porteur d'actions subalternes et l'offre publique d'achat

L'action subalterne est un titre possédant pratiquement les mêmes caractéristiques que l'action ordinaire sur le plan de la participation aux bénéfices et du partage en cas de liquidation, mais à laquelle ne se rattache pas de droit de vote ou à laquelle se rattache un droit de vote de moindre importance que celui de l'action ordinaire¹⁰⁶. L'action subalterne a été adoptée par un nombre significatif d'entreprises québécoises : celles-ci y voient un outil de financement intéressant, car elle permet d'obtenir du capital de participation sans pour autant que cela ne s'accompagne d'une dilution du contrôle et du pouvoir décisionnel. C'est d'ailleurs dans cette perspective que l'action subalterne a été massivement employée au Québec. La problématique de l'action subalterne ne se pose donc pas au Québec dans les mêmes termes qu'aux États-Unis : au courant de la décennie 1980, l'action subalterne¹⁰⁷ a principalement été déployée par les sociétés américaines afin de contrer préventivement ou de façon réactive les offres publiques d'achat inamicales.

L'action subalterne permet de concentrer le contrôle dans la catégorie d'actions ordinaires ou la catégorie d'actions à vote plural. Il est donc possible d'effectuer le transfert du contrôle d'une société par voie d'offre publique d'achat en limitant cette offre à la catégorie d'actions ordinaires ou à la catégorie d'actions à vote plural. L'exclusion des actions subalternes d'une offre publique d'achat n'est pas contraire à la L.V.M. : si celle-ci pose le principe de l'égalité des porteurs de titres de la catégorie visée par l'offre, elle n'oblige pas l'initiateur à étendre son offre aux actions d'une autre catégorie.

106. L'action subalterne se retrouve ainsi définie dans l'article 1 de l'instruction générale Q-17, reproduite dans : M. THÉRIAULT et P. FORTIN, *op. cit.*, note 2. De manière générale, sur les actions subalternes et les offres publiques d'achat, voir V. LOUNGNARATH, « *Le porteur d'actions subalternes et l'offre publique d'achat : à la recherche de l'équité et de l'efficacité* », [1993] 27 R.J.T. 497.

107. *Disparate Voting Rights Plans* et *Dual Class Common Stock* sont les expressions les plus fréquemment employées aux États-Unis pour décrire la réalité québécoise de l'action subalterne.

L'instruction générale Q-17 est le principal mode de protection des droits du porteur d'actions subalternes. La protection qu'elle confère est limitée. Si la CVMQ, de concert avec les commissions des valeurs mobilières de l'Ontario et de la Colombie-Britannique, rendait en mars 1984 une décision provisoire dans laquelle elle imposait le rattachement à l'action subalterne d'une clause de protection en cas d'offre publique d'achat, elle eut vite fait de se raviser, devant la froideur des milieux financiers à l'égard d'une telle règle¹⁰⁸. L'instruction générale Q-17, entrée en vigueur en avril 1985, n'impose pas le rattachement à l'action subalterne d'une clause de protection en cas d'offre publique d'achat. Il y est plutôt prévu un régime de divulgation d'information à l'intérieur duquel l'émetteur est tenu de préciser l'étendue des droits du porteur d'actions subalternes en cas d'offre publique sur les actions ordinaires.

La politique I-10 de la Bourse de Montréal¹⁰⁹ est un autre élément majeur du système de protection du porteur d'actions subalternes. Cette politique ne s'applique qu'aux sociétés inscrites à la cote de la Bourse de Montréal ou aux sociétés désireuses de s'y inscrire. En ce qui concerne la protection du porteur d'actions subalternes dans le contexte d'une offre publique d'achat, la politique I-10 va plus loin que l'instruction générale Q-17. Suivant cette politique, la Bourse de Montréal refusera d'inscrire à sa cote une action subalterne à laquelle ne se rattache pas une clause de protection¹¹⁰ donnant au porteur la possibilité de participer à une offre publique d'achat et de bénéficier du même traitement que les porteurs d'actions ordinaires¹¹¹. La clause de protection est rédigée par la société mais doit préalablement être approuvée par les autorités boursières ; les critères que celles-ci appliquent dans le processus d'approbation vont dépendre de l'existence ou non d'un marché public pour l'action ordinaire de la société. Dans le cas où l'action ordinaire de la société est négociée sur un marché public organisé, les documents constitutifs de la société doivent prévoir le rattachement à l'action subalterne d'un droit de conversion en action ordinaire. Ce droit de conversion devra être en vigueur au moment

108. Concernant les actions subalternes, voir : *Avis—Décision de la C.V.M.Q.*, (1984) 15 B.C.V.M.Q. n° 42, 1.2.2 ; un scénario similaire se déroula en Ontario : P. ANISMAN, « The Commission as Protector of Minority Shareholders », dans *Special Lectures of the Law Society of Upper Canada, Securities Law in the Modern Financial Market Place*, Toronto, De Boo, 1989, pp. 474-475 ; voir aussi C.T. HAY, « Restricted Shares in Ontario », (1988) 14 *Can. Bus. L.J.* 257, 282-287.

109. *Mesures de protection des actions subalternes lors d'offres publiques. Politique I-10*, telle qu'amendée le 6 novembre 1989 et le 25 avril 1990, dans BOURSE DE MONTRÉAL, *Règlements et règles*, 1^{er} août 1987 (ci-après citée : « *Politique I-10* »).

110. Cette clause de protection est bien connue sous la dénomination anglaise *coattail provision*.

111. *Politique I-10*, précitée, note 109, p. 1.10.3.

de l'annonce d'une offre publique d'achat sur les actions ordinaires, et son exercice devra se traduire par une égalité de traitement entre l'action ordinaire et l'action subalterne au regard de l'offre publique d'achat. Mentionnons toutefois deux tempéraments. Dans le schéma de la politique I-10, la clause de protection peut être rédigée de manière que le droit de conversion ne soit pas déclenché dans le cas où une offre publique d'achat identique est lancée concurremment sur les actions subalternes. De même, la politique I-10 n'impose pas une obligation d'assurer une parité de traitement si la somme des actions ordinaires en circulation déposées conformément à l'offre et des actions ordinaires détenues par l'initiateur ou par toute personne avec qui il a des liens représente moins de 50 p. 100 des actions ordinaires en circulation immédiatement avant l'offre.

Dans la situation où il n'existe pas de marché public organisé pour les actions ordinaires, la protection généralement requise par la politique I-10 prendra la forme d'une convention de fiducie conclue entre les porteurs d'au moins 80 p. 100 des actions ordinaires en circulation et un fiduciaire représentant les porteurs d'actions subalternes¹¹². La convention interdira aux porteurs d'actions ordinaires visés de vendre ou d'aliéner leurs titres dans des circonstances où la législation applicable en matière d'offre publique d'achat aurait exigé que la même offre soit présentée aux porteurs d'actions subalternes, s'il n'y avait eu qu'une seule catégorie d'actions. Les droits des détenteurs d'actions subalternes sont donc ici protégés par un recours de nature contractuelle, et c'est le fiduciaire qui exercera éventuellement ces recours au nom des porteurs d'actions subalternes lésés.

L'article 965.9.2 de la *Loi sur les impôts*¹¹³ s'inscrit dans la même veine que la politique I-10 de la Bourse de Montréal. Cette disposition énonce qu'une « action subalterne n'est pas admissible à un régime d'épargne-actions si, de l'avis de la Commission des valeurs mobilières du Québec, ces modalités ne prévoient pas que son titulaire a droit de participer pleinement et équitablement à une offre publique sur les actions ordinaires de la corporation émettrice ».

1.2.4.2 L'instruction générale Q-27

L'instruction générale Q-27 a été adoptée par la CVMQ en octobre 1992¹¹⁴. Elle institue un régime de protection particulier pour les porteurs

112. Dans la convention fiduciaire typique, l'émetteur est aussi une partie contractante : voir ainsi THE PARTNERS OF DAVIES, WARD AND BECK, *Canadian Corporation Precedents*, t. 2, 3^e éd., Toronto, Carswell, pp. 2-322-2-327.

113. *Loi sur les impôts*, L.R.Q., c. I-3.

114. Instruction générale Q-27, reproduite dans : M. THÉRIAULT et P. FORTIN, *op. cit.*, note 2.

minoritaires à l'occasion de certaines opérations pouvant donner lieu à des conflits d'intérêts. Les opérations visées par l'instruction générale sont l'offre publique d'achat ou d'échange lancée par un initié, l'offre publique de rachat, l'opération de fermeture d'une société et certaines opérations avec des personnes reliées. L'adoption de cette instruction générale repose sur la prémisse que, dans ces opérations, un initié ou un actionnaire de contrôle aura la tentation d'utiliser son pouvoir politique dans la société ou l'avantage informationnel que lui procure sa position dans l'entreprise pour exproprier les actionnaires minoritaires ou réduire la valeur de la société, au détriment des actionnaires minoritaires.

Essentiellement, l'instruction Q-27 protège l'actionnaire minoritaire de deux façons. D'abord, les titres, les éléments d'actif ou les éléments de passif visés par une opération couverte par l'instruction générale Q-27 doivent faire l'objet d'une évaluation indépendante¹¹⁵. Ce principe est énoncé dans le règlement sur les valeurs mobilières, mais l'instruction générale Q-27 a le mérite d'étendre la portée du principe et d'assujettir cette évaluation à des modalités et des règles du jeu serrées.

En second lieu, la section IV de l'instruction générale requiert, en principe, qu'une opération avec une personne reliée à l'émetteur ou une opération de fermeture soit approuvée par une majorité des porteurs minoritaires de chaque catégorie ou série de titres touchée par celle-ci¹¹⁶. L'instruction générale Q-27, en donnant pratiquement un droit de veto aux actionnaires minoritaires sur les opérations de fermeture, et certaines transactions avec des personnes reliées à l'émetteur, vient considérablement réduire l'aspect coercitif de l'offre publique d'achat partielle ou de l'offre publique d'achat en deux étapes. On reproche à ces types de manœuvres de mettre une pression indue sur le porteur de titres et de fausser son appréciation de l'offre. Dans la décision de déposer ou non ses titres, le porteur de titres subirait l'influence non seulement de la substance de l'offre, mais aussi du risque de faire subséquemment l'objet d'une forme d'expropriation, à supposer que l'OPA réussisse et qu'il n'y ait pas participé. Aux États-Unis, la coercition inhérente à ce type d'opération a été invoquée pour justifier l'adoption de mesures défensives en matière d'offre publique d'achat. Dans le contexte québécois, cet argument se trouve affaibli par l'existence de l'instruction générale Q-27.

115. *Id.*, section III.

116. *Id.*, art. 56 et 57.

1.2.4.3 La protection des actionnaires minoritaires comme guide d'interprétation et d'application de la *Loi sur les valeurs mobilières*

La CVMQ jouit d'une discrétion considérable dans l'interprétation et l'application des dispositions de la L.V.M. sur les offres publiques d'achat. Cette discrétion est notamment exercée de manière à protéger les droits des actionnaires minoritaires. C'est ce que l'autorité administrative québécoise a énoncé dans l'affaire *Offre publique d'achat de Cascades Inc. sur les actions catégorie A et catégorie B de Rolland Inc.*¹¹⁷. À l'automne 1986, la société Cascades Inc. avait lancé une offre publique d'achat sur toutes les actions de catégorie A, sans droit de vote, et sur toutes les actions de catégorie B, comportant droit de vote, de la société Rolland Inc. L'offre de Cascades Inc. comportait une condition de retrait stipulant que l'offre était conditionnelle à son acceptation par les porteurs d'au moins 90 p. 100 des actions de catégorie A et 90 p. 100 des actions de catégorie B de Rolland Inc. en circulation à la date de l'offre. L'offre donnait à la société Cascades Inc. le droit de renoncer unilatéralement au bénéfice de cette condition. La renonciation pouvait être totale ou partielle. L'ancien article 138 L.V.M.¹¹⁸ prévoyait que l'initiateur pouvait renoncer à une condition après un délai de 35 jours s'il avait stipulé dans la note d'information qu'il pouvait y renoncer unilatéralement. Cascades Inc. se prévalut de cette disposition. La société renonça à la condition de dépôt minimal, mais seulement pour les actions de catégorie B. Conséquemment, elle refusa de prendre livraison des actions de catégorie A, sans droit de vote, qui avaient été déposées en réponse à l'offre. Les porteurs des actions de catégorie A se voyaient donc exclus du partage de la prime de contrôle. La CVMQ condamna cette discrimination à l'égard des porteurs des actions subalternes et interdit à Cascades Inc. toute opération sur les actions de catégorie B de Rolland Inc. jusqu'à ce qu'elle fasse une nouvelle offre d'achat sur les actions de catégorie A ayant été déposées. Le raisonnement de la CVMQ s'appuie à la fois sur un exercice d'interprétation de l'ancien article 138 L.V.M. et sur une analyse de la condition stipulée dans la note d'information. Pour la CVMQ, il ne fait aucun doute que l'ancien article 138 L.V.M. donne le droit à l'initiateur de renoncer unilatéralement à une condition, si cette possibilité a été précisée dans l'offre. Elle ajoute cependant que cette

117. *Offre publique d'achat de Cascades Inc. sur les actions catégorie A et catégorie B de Rolland Inc.*, (1987) 18 B.L.V.M. n° 11, A3-A7 (ci-après cité : « *Cascades Inc.* »); l'OSC a rendu une décision allant dans le même sens dans : *In the Matter of Rolland Inc and in the Matter of Cascades Inc.*, (1987) 10 O.S.C.B. 1630.

118. *Loi sur les valeurs mobilières*, L.R.Q., 1977, c. V-1, telle que modifiée; le libellé de l'article 138 est reproduit dans HEC-2, *Compagnies, sociétés commerciales et faillite*, Montréal, Wilson & Lafleur, 1985-1986, p. 215.

renonciation n'est possible que « lorsque la condition est claire et précise et qu'il n'existe aucune ambiguïté dans l'appréciation que peuvent en faire les porteurs¹¹⁹ ». L'initiateur est assujéti à cet égard à une obligation d'information ; au dire de la CMVQ, cette obligation se justifie par l'objectif de protection de l'actionnaire minoritaire¹²⁰.

Dans l'espèce, Cascades Inc. n'aurait pas fourni une information claire et précise sur la signification de la condition. Plus précisément, la CVMQ reproche à l'initiateur de ne pas avoir indiqué qu'il se réservait la possibilité de dissocier la condition ; cette déficience a introduit une ambiguïté quant à la signification de la clause, ambiguïté qui doit être résolue en faveur des actionnaires minoritaires. La CVMQ conclut donc que la société Cascades Inc. ne pouvait pas dissocier la condition ; à moins d'abandonner l'offre, elle devait renoncer à la condition pour les deux catégories d'actions et ainsi prendre livraison à la fois des actions ordinaires et des actions subalternes. Le raisonnement de la CVMQ dans l'affaire *Offre publique d'achat de Cascades Inc. sur les actions catégorie A et catégorie B de Rolland Inc.* n'est pas sans sinuosité. Il a néanmoins le mérite d'illustrer que la CMVQ jouit d'une marge de manœuvre considérable dans l'interprétation et l'application des dispositions de la L.V.M., et qu'elle n'hésitera pas à utiliser cette marge de manœuvre pour protéger l'actionnaire minoritaire.

1.2.5 La réglementation des stratégies défensives

1.2.5.1 L'instruction générale C-38

Dans les systèmes canadiens de réglementation des valeurs mobilières, l'instruction générale C-38 est la principale source de droit en ce qui a trait aux mesures défensives en matière d'offre publique d'achat¹²¹. L'instruction générale C-38 n'établit pas un code de conduite détaillé quant à l'adoption et à la mise en œuvre de mesures défensives. Plutôt, l'instruction générale C-38 présente un certain nombre de grands principes en fonction desquels l'autorité administrative évaluera la légalité d'une mesure défensive. Dans leur approche, les commissions des valeurs mobilières canadiennes ont privilégié la souplesse, au détriment, peut-être, de la prévisibilité du droit.

119. *Cascades Inc.*, précité, note 117, A.6.

120. *Ibid.* : « L'objectif principal des dispositions sur les offres publiques est de protéger le petit actionnaire, l'actionnaire minoritaire. L'obligation d'information de l'initiateur doit donc être comprise en fonction de ce critère qui exige une information claire qui ne laisse pas de doute aux porteurs. »

121. Instruction générale C-38, reproduite dans : M. THÉRIAULT et P. FORTIN, *op. cit.*, note 2.

Sur le plan théorique, le débat sur la mesure défensive s'articule autour de deux pôles. D'aucuns estiment que les mesures défensives jouent un rôle positif puisque, dans certaines circonstances, leur adoption ou leur mise en œuvre ont pour résultat de maximiser la valeur pour les actionnaires. Deux principaux cas de figure sont envisagés. D'abord, les mesures défensives contrecarrent certaines stratégies d'acquisition coercitives, préjudiciables aux intérêts de l'ensemble des actionnaires, telle l'offre en deux étapes. Ces stratégies sont abusives car, d'une part, elles forcent la main au porteur de titres, qui craint d'être laissé pour compte et, d'autre part, elles produisent des effets discriminatoires à l'égard d'un segment de l'actionnariat. En second lieu, la mise en œuvre d'une mesure défensive permet à la direction de la société visée de barrer la route à une offre dont le prix est inférieur à la juste valeur de la société. Dans ce schéma, l'auteur de l'offre sera amené à entreprendre avec la direction de la société en question des négociations visant à bonifier l'offre ou il s'engagera unilatéralement dans la surenchère. Par ailleurs, la mise en œuvre de la mesure défensive aura permis à la direction de la société visée de gagner du temps et de créer ainsi un contexte propice à la constitution d'une offre concurrente plus intéressante pour les porteurs de titres.

Ces arguments n'adoucissent pas le scepticisme manifesté à l'égard de la mesure défensive par une seconde école de pensée. Suivant ce courant, l'adoption ou la mise en œuvre d'une mesure défensive serait fondamentalement suspecte. Parce qu'un transfert de contrôle par voie d'offre publique d'achat entraîne des changements dans la direction de la société visée, les dirigeants se retrouvent en situation de conflit d'intérêts. Ils sont alors tentés de privilégier leurs intérêts personnels aux dépens de ceux de l'ensemble des actionnaires ou de la société visée. L'adoption ou la mise en œuvre de mesures défensives pourrait être essentiellement motivée par le désir des membres de la direction de préserver leur emploi ou de ne pas affaiblir leur situation politique dans la société. Conséquemment, il importe d'être méfiant à l'égard de la mesure défensive et de bâtir une règle de droit qui reflète une présomption défavorable à son égard.

L'instruction générale C-38 n'a pas la prétention de sceller ce débat. En édictant cette instruction générale, les autorités administratives canadiennes ont cherché, plutôt, à préciser un certain nombre de lignes directrices. D'abord, les autorités administratives canadiennes réaffirment que l'objectif premier de la réglementation des offres publiques est la protection des intérêts de l'actionnaire de la société visée. Suivant cette logique, c'est à lui que revient la décision de déposer ou non ses titres en réponse à l'offre, et il faut le prémunir contre ce qui pourrait restreindre ses possibilités de choix ou l'empêcher de prendre une décision éclairée. Ensuite, l'instruction générale C-38 est marquée au sceau de la neutralité : les règles

ne doivent favoriser ni l'initiateur ni la direction de la société visée. Enfin, il ressort de l'instruction générale C-38 qu'une mesure défensive n'est pas illégale en soi, au regard de la législation sur les valeurs mobilières. La légalité de son adoption ou de sa mise en œuvre dépendra des circonstances propres à l'espèce. Sans constituer une garantie absolue de légalité, l'approbation préalable d'une mesure défensive par les actionnaires pourra, dans certains cas, amener la Commission des valeurs mobilières à la cautionner. L'instruction générale C-38 vise les mesures défensives réactives de même que le déploiement des mesures défensives préventives dans le cours d'une offre publique d'achat ou immédiatement avant une offre publique d'achat si le conseil d'administration est fondé de croire qu'une offre est imminente. En principe, la Commission devrait soutenir la légalité d'une mesure défensive destinée à provoquer une offre concurrente ou à inciter l'initiateur à majorer son offre. Par contre, elle sanctionnera « les mesures qui risquent d'empêcher totalement les actionnaires de répondre à une offre ou à une offre concurrente ou de restreindre gravement leur liberté de le faire¹²² ».

Il se peut que, dans le schéma de la réglementation des valeurs mobilières, la marge de manœuvre de l'administrateur de la société au regard de l'adoption ou de la mise en œuvre d'une mesure défensive soit plus étroite que la zone de discrétion délimitée par l'obligation de loyauté ou les devoirs fiduciaires imposés par le droit des sociétés. Il est acquis que la Commission chargée d'administrer, d'interpréter et d'appliquer le système de réglementation des valeurs mobilières peut imposer des obligations particulières en sus de celles qui sont inhérentes au droit des sociétés, et qu'elle peut assujettir l'administrateur d'une société à des normes de conduite plus sévères que celles qui sont prévues dans le droit des sociétés¹²³. Cela découle des logiques distinctes auxquelles obéissent respectivement le droit des sociétés et le droit des valeurs mobilières. Les lois sur les sociétés et le droit commun s'y rattachant ont pour finalité de fournir un encadrement juridique au réseau de relations privées sous-jacent au fonctionnement d'une société par actions. Par contre, la finalité de la réglementation administrative des valeurs mobilières est d'un autre ordre, car la

122. *Id.*, par. 6.

123. Voir notamment l'affaire *Standard Trustco*, (1992) 6 B.L.R. (2d) 241, 284 (OSC): « In addition, securities regulations through legislation, policies and decided cases have enunciated what they consider to be appropriate standards of conduct for directors and officers of public companies, which may go beyond the requirements of Corporate law in order to protect the public interest. »

mission de la Commission est de protéger le public et de veiller à l'intégrité, au bon fonctionnement et à l'efficience du marché des capitaux¹²⁴.

Eu égard à l'adoption et à la mise en œuvre de mesures défensives, le professeur Turgeon émet ainsi l'opinion que l'instruction générale C-38 ferait des administrateurs de la société des mandataires des actionnaires aux fins de l'offre publique d'achat. Cette position tranche avec l'enseignement traditionnel du droit civil québécois suivant lequel l'administrateur est le mandataire de la société¹²⁵. Selon le développement du professeur Turgeon, les administrateurs ne pourraient intervenir dans le processus d'offre publique d'achat qu'à titre de « conseillers financiers des actionnaires ». On s'éloigne ici du rôle de fiduciaire de l'administrateur à l'égard de la société et de la doctrine de la recherche du meilleur intérêt de la société. Dans l'affaire *347883 Alberta Ltd. c. Producers Pipelines Inc.*, la Cour d'appel de la Saskatchewan adopte un point de vue similaire à celui du professeur Turgeon alors qu'elle y indique que dans le système de la réglementation des valeurs mobilières « the primary role of the directors in respect of a take-over bid is to advise the shareholders, rather than to decide the issue for them¹²⁶ ».

1.2.5.2 L'affaire *Canadian Jorex*

La Commission des valeurs mobilières de l'Ontario eut à se prononcer sur la légalité d'une mesure défensive en matière d'offre publique d'achat dans l'affaire *Canadian Jorex Limited and Mannville Oil & Gas Ltd.*¹²⁷. La société Mannville Oil & Gas Ltd.¹²⁸ se proposait d'acquérir les actions de la société Canadian Jorex Limited¹²⁹ par voie d'une offre publique d'échange. Estimant que la contrepartie offerte était insuffisante, le conseil d'administration de Jorex recommanda aux actionnaires de rejeter l'offre.

124. Cette distinction a notamment été faite par la CVMQ dans l'affaire *Offre publique d'achat de C.T.C. Dealer Holdings Limited sur les actions ordinaires de la Société Canadian Tire*, (1987) 18 B.C.V.M.Q. n° 14, A1, A29 (ci-après citée : « *Canadian Tire* »).

125. J. TURGEON, « Les mesures défensives du conseil d'administration face à une offre publique d'achat », dans R. CRÊTE, *Les mesures défensives en matière d'offres publiques d'achat au Canada*, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 1991, pp. 178-179.

126. *347883 Alberta Ltd. c. Producers Pipelines Inc.*, [1991] 4 W.W.R. 577, 594 (ci-après cité : « *Producers Pipelines Inc.* »).

127. *Canadian Jorex Limited and Mannvill Oil & Gas Ltd.*, (1992) 15 O.S.C.B. 257 (ci-après cité : « *Canadian Jorex* »).

128. Ci-après citée : « *Mannville* ».

129. Ci-après citée : « *Jorex* ».

En outre, il adopta un régime de droits de souscription¹³⁰. L'adoption du régime de droits de souscription permet la constitution d'une offre con-

130. Le régime de droits de souscription est le type de « pilule empoisonnée » que l'on retrouve le plus souvent au Canada. Dans ses grandes lignes, le schéma typique prévoit l'émission de droits de souscription. Chaque droit permet à son détenteur d'acquérir une action ordinaire à un prix fixé d'avance. L'actionnaire obtient un droit de souscription pour chaque action ordinaire détenue. Dans les circonstances initiales, le droit de souscription se rattache à cette action et ne peut pas se négocier séparément d'elle. De plus, la valeur du droit de souscription est minime puisque le prix d'exercice est fixé à un niveau prohibitif, nettement au-dessus de la valeur marchande de l'action. Le droit de souscription se détachera de l'action et acquerra une négociabilité autonome, peu après l'acquisition par un actionnaire d'un certain pourcentage d'actions ou l'annonce d'une offre publique d'achat. La survenance d'un de ces événements entraîne aussi le déclenchement de la clause dite *flip-in* qui permet aux détenteurs des droits, exception faite de l'acquéreur et de ses alliés, d'acquérir un certain nombre d'actions de la société visée à un prix très avantageux. La mise en œuvre de la clause *flip-in* dilue ainsi la position de l'acquéreur et neutralise sa démarche en accroissant radicalement le coût du transfert de contrôle. La plupart des régimes canadiens de droits de souscription comportent aussi une clause dite *flip-over*. Cette clause entre en scène dans le contexte d'une opération visant le regroupement ou la fusion de la société avec l'acquéreur, de même que dans le contexte de la vente d'une proportion importante des actifs de la société. Par le jeu de cette clause, la société devra entreprendre des démarches pour que les droits de souscription soient exercés sur les actions de l'acquéreur ou de l'entité issue de la fusion ou du regroupement. En règle générale, la convention constituant le régime de droits de souscription confère à la direction de la société le pouvoir de racheter à un prix dérisoire les droits de souscription, avant que ne survienne un événement susceptible de déclencher la séparation des droits de souscription. De même, la direction sera dans la majorité des cas autorisée à suspendre l'application des clauses *flip-in* et *flip-over* pour une opération particulière ou, encore, se verra investie du pouvoir de modifier le délai entre l'événement déclencheur et la date de séparation des droits. Ces prérogatives ont pour conséquence d'inciter un acquéreur potentiel à engager des négociations avec la direction de la société visée.

La clause dite « d'offre autorisée » est un autre trait caractéristique des régimes de droits de souscription en vigueur au Canada. Une « offre autorisée » ne libérera pas les droits de souscription, ni ne mettra-t-elle en opération la clause *flip-in*. Le régime prévoit qu'un certain nombre de conditions doivent être remplies pour qu'une offre soit admissible au statut d'offre autorisée. Si le conseil d'administration de la société visée est d'avis que ces conditions sont satisfaites, il convoque une assemblée des actionnaires. Ceux-ci sont appelés à se prononcer sur l'offre. Elle doit alors être acceptée par une majorité simple des votes, abstraction faite de ceux de l'auteur de l'offre. Si l'offre est approuvée, elle suivra son cours sans qu'il n'y ait libération des droits de souscription et déclenchement de la clause *flip-in*. Les modalités d'application du régime de droits de souscription sont contenues dans une convention conclue entre la société et une société de fiducie agissant au nom des détenteurs des droits de souscription. La pilule empoisonnée est donc, fondamentalement, un régime contractuel. Sur la « pilule empoisonnée » au Canada et en particulier sur les régimes de droits de souscription, voir notamment : C. RIOUX, « Description et légalité de certaines mesures défensives au Canada », dans R. CRÊTE (dir.), *Les mesures défensives en matière d'offres publiques d'achat au Canada : aspects juridiques et financiers*, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 1991, p. 1 ; P. DEY et

currente, lancée par la société Canadian Trans-Artic & Southern International Corp.¹³¹. Le conseil d'administration recommanda aux actionnaires de Jorex d'accepter l'offre de Trans-Artic. Passant de la parole aux actes, le conseil d'administration fit jouer la clause dite d'« offre autorisée » en faveur de Trans-Artic, de sorte que cette société pouvait poursuivre son opération sans craindre de déclencher l'application du régime de droits de souscription. Étant à l'abri des effets dilutifs du régime de droits de souscription, la société Trans-Artic avait la voie libre pour obtenir le contrôle de la société. Par contre, le régime de droits de souscription demeurait pleinement en vigueur à l'encontre de l'offre d'échange de la société Mannville.

Faut-il s'en étonner, ce scénario déplut à Mannville qui déposa une plainte auprès de l'OSC. Dans sa décision, la Commission ontarienne en vient à la conclusion qu'il est dans l'intérêt public d'ordonner l'interdiction d'effectuer des opérations sur les droits de souscription qui pourraient être libérés dans le cadre du déploiement du régime de droits de souscription en cause. L'offre de Mannville peut donc suivre son cours. La décision de l'OSC s'inspire des principes énoncés dans l'instruction générale C-38. Une mesure défensive se justifie dans la mesure où elle amène l'initiateur à bonifier son offre ou si elle entraîne l'entrée en scène d'une offre concurrente. Dans l'espèce, le déploiement du régime de droits de souscription a provoqué une offre concurrente. Il apparaît par ailleurs clair que la société Mannville ne souhaite pas modifier son offre. La mesure défensive a donc atteint ses objectifs ; elle n'a plus de raison d'être, et il faut la mettre au rancart de manière que le porteur de titres puisse faire un choix entre les deux offres concurrentes.

Il est à noter que, dans cette affaire, l'OSC évite de se prononcer sur la légalité intrinsèque de l'adoption d'un régime de droits de souscription, dans le contexte où celui-ci est déployé comme mesure défensive réactive¹³². Ni ne statue-t-elle, dans l'espèce, sur l'incidence de l'absence d'approbation du régime par les actionnaires sur la légalité de son adoption¹³³. Par ailleurs, il ressort de cette décision qu'une mesure défensive, en général, et un régime de droits de souscription, en particulier, ne sont

R. YALDEN, « Keeping the Playing Field Level : Poison Pills and Director's Fiduciary Duties in Canadian Take-over Law », [1990] 17 *Can. Bus. L.J.* 252 ; G. COLEMAN, « Poison Pills in Canada », [1988] 15 *Can. Bus. L.J.* 1 ; J.G. MACINTOSH, « The Poison Pill : A Noxious Nostrum for Canadian Shareholders », [1989] 15 *Can. Bus. L.J.* 276 ; R. YALDEN, « Controlling the Use and Abuse of Poison Pills in Canada : 347883 *Alberta Ltd. c. Producers Pipelines Inc.* », [1992] 37 *McGill L.J.* 887.

131. *Canadian Trans-Artic & Southern International Corp.* (ci-après cité : « *Trans-Artic* »).

132. *Canadian Jorex*, précité, note 127, 260-261.

133. *Id.*, 262.

pas caractérisés par une légalité absolue : pour reprendre l'expression des commissaires dans cette affaire, il y a un moment où « the pill has got to go¹³⁴ ». Enfin, il est confirmé dans cette affaire que l'adoption et la mise en œuvre d'une mesure défensive sont soumises au contrôle quasi judiciaire des commissions des valeurs mobilières. Ce pouvoir de contrôle est fondé sur l'instruction générale C-38 et, plus fondamentalement, sur les larges pouvoirs discrétionnaires dont jouissent les commissions des valeurs mobilières canadiennes.

1.2.5.3 La règle 9156A et la politique I-11 de la Bourse de Montréal

La règle 9156A de la Bourse de Montréal de même que sa politique I-11 constituent un autre élément de la réglementation des mesures défensives¹³⁵. En bref, ces textes imposent à une société inscrite à la cote de la Bourse de Montréal l'obligation d'aviser les autorités boursières de toute nouvelle émission de titres de participation. Les autorités boursières ont alors la faculté de s'opposer à l'émission. Le défaut de se conformer à la règle 9156A ou à la politique I-11 peut entraîner la suspension de l'inscription des titres de la société ou leur radiation de la cote. Ces sanctions sont draconiennes ; elles présentent l'inconvénient de pénaliser non seulement la société fautive, mais aussi l'ensemble du public-investisseur. Par ailleurs, la Bourse se voit, dans certains cas, reconnaître la faculté d'assujettir l'acceptation de l'émission à l'approbation par les actionnaires de la transaction projetée ; elle peut aller jusqu'à exiger que le vote des personnes intéressées ne soit pas comptabilisé au moment du vote des actionnaires. La règle 9156A et la politique I-11 s'appliquent notamment à la situation où la direction d'une société effectue un placement privé de titres de participation afin de contrer une offre publique d'achat inamicale ou de tuer dans l'œuf une offre publique d'achat imminente. Le stratagème consiste à diriger vers des alliés de la direction de la société visée un bloc d'actions important, de sorte qu'il est presque impossible de prendre le contrôle de la société sans le concours de sa direction et de ses alliés. Par le jeu de la règle 9156A et de la politique I-11, les autorités boursières pourront neutraliser de telles manœuvres¹³⁶.

134. *Id.*, 263-264 et 265.

135. *Placements privés. Politique I-11*, dans BOURSE DE MONTRÉAL, *Règlements et règles*, 2 novembre 1987.

136. L'équivalent de la règle 9156A et de la politique I-11 au Toronto Stock Exchange est le *By-Law 19.06* (règle 19.06). À au moins deux reprises, l'OSC a rendu des décisions concernant des sociétés ayant émis des actions en contravention de la règle 19.06 du Toronto Stock Exchange. Par ces émissions, les sociétés poursuivaient l'objectif de se prémunir contre une offre publique d'achat inamicale. Voir l'affaire *Torstar Corporation and Southam Inc.*, (1986) 9 O.S.C.B. 3088 et l'affaire *Canada Malting Co. Limited*, (1986) 9 O.S.C.B. 3566.

1.2.5.4 L'instruction générale Q-17 et les actions à vote plural

L'instruction générale Q-17 pose des règles strictes concernant les actions à vote plural. Dans le cadre québécois, et cela a été souligné plus haut, l'action subalterne a rarement été utilisée comme mesure défensive en matière d'offre publique d'achat. C'est davantage comme un outil de financement qu'elle s'est vue déployée. Néanmoins, une société qui se donnerait des actions à vote plural en vue de se soustraire au marché du contrôle corporatif devrait composer avec l'instruction générale Q-17. Celle-ci confère des droits particuliers aux actionnaires minoritaires dans les opérations constituant des catégories d'actions subalternes ou des catégories d'actions à vote plural. Ainsi, son article 10 dispose que l'émetteur doit obtenir l'approbation des actionnaires minoritaires¹³⁷, toutes catégories d'actions confondues, dans les opérations suivantes : 1) la création d'une catégorie d'actions qui sont des actions subalternes ou qui réduisent une autre catégorie d'actions au rang d'actions subalternes ; 2) une restructuration de capital ou une opération de regroupement transformant en actions subalternes des actions en circulation ; 3) le placement d'actions subalternes auprès de porteurs d'actions avec privilège de participation non subalternes, notamment par la voie d'un dividende en actions, si l'opération aboutit à transformer en actions subalternes des actions en circulation. La décision de la CVMQ dans l'affaire *Radio Mutuel Inc.* est venue ajouter un autre type d'opération, soit la transformation d'actions subalternes en actions présentant de façon plus marquée le caractère d'actions subalternes¹³⁸. Dans cette affaire, la restructuration du capital proposée ne créait pas de nouvelles actions subalternes mais multipliait par dix les droits de vote de l'action ordinaire. Le poids relatif des votes rattachés aux actions subalternes se voyait donc considérablement réduit, la restructuration permettant à l'actionnaire majoritaire de faire passer son contrôle de 55 à 92 p. 100 sans aucune modification de la contribution de chaque groupe à l'avoir des actionnaires. Dans le cas où il existe une catégorie d'actions subalternes en circulation et qu'une de ces opérations

137. L'article 12 de l'instruction générale Q-17 prévoit que l'approbation doit être signifiée par la majorité des voix exprimées par les minoritaires au cours d'une assemblée des actionnaires ; l'article 12 définit les actionnaires minoritaires comme les actionnaires autres que les sociétés du même groupe et les personnes qui, à elles seules ou de concert avec d'autres, contrôlent effectivement la société. L'affaire *Radio-Mutuel Inc.*, (1989) 20 B.C.V.M.Q. n° 3, 3, a posé qu'un détenteur d'actions qui s'est engagé préalablement à approuver une résolution modifiant les statuts de la corporation de manière à renforcer le contrôle des actionnaires majoritaires n'est pas un actionnaire minoritaire au sens de l'instruction générale Q-17, et ce, même s'il ne participe pas au contrôle effectif de la corporation.

138. *Radio-Mutuel Inc.*, précité, note 137.

conduit à la transformation d'actions en actions subalternes, l'émetteur doit, en plus, obtenir l'approbation des porteurs minoritaires des premières actions subalternes. Les exigences d'approbation des opérations par les actionnaires minoritaires de l'instruction générale Q-17 viennent donc s'ajouter aux prescriptions procédurales de la *Loi sur les compagnies*¹³⁹ ou de la L.S.A. qui doivent être suivies pour modifier directement ou indirectement les droits se rattachant aux actions d'une catégorie donnée.

1.2.6 L'encadrement de l'offre publique d'achat et la recherche de l'intérêt public

La CVMQ a pour fonction de contrôler le déroulement des offres publiques d'achat et, dans l'accomplissement de cette tâche, elle jouit de vastes pouvoirs discrétionnaires. En fait, la discrétion de la CVMQ est subordonnée à deux paramètres d'ordre général, qui délimitent, par ailleurs, le champ de sa compétence *ratione materiae*. En premier lieu, il importe que l'exercice des pouvoirs discrétionnaires se rattache à la mission de la CVMQ, définie en termes très larges à l'article 276 L.V.M. et orientée vers deux objectifs très généraux : la protection des investisseurs et le bon fonctionnement du marché. Ensuite, la CVMQ est appelée à utiliser ses pouvoirs discrétionnaires en fonction de l'intérêt public¹⁴⁰. Le critère de l'intérêt public est difficile à baliser et malléable. En conséquence, le pouvoir de contrôle qui résulte de son application est considérable. Par l'entremise de ses pouvoirs administratifs, la CVMQ a la faculté d'arrêter ou d'interdire le déroulement d'une offre publique d'achat lorsqu'elle est d'avis que l'opération en cause est contraire à l'intérêt public. L'intervention administrative fondée sur l'intérêt public représente une véritable épée de Damoclès surplombant les protagonistes d'une offre publique d'achat.

Les pouvoirs de la CVMQ sont d'autant étendus qu'elle pourra intervenir au nom de l'intérêt public en l'absence d'une violation de la L.V.M., de son règlement ou des instructions générales. Ce principe a été affirmé de manière non équivoque par les autorités administratives québécoise et ontarienne dans l'affaire *Canadian Tire*¹⁴¹. Il y fut jugé contraire à l'intérêt

139. *Loi sur les compagnies*, L.R.Q., c. C.38 (ci-après cité : « L.C.Q. »).

140. Art. 316 L.V.M.

141. *Canadian Tire*, précité, note 124, A1-A31 ; l'affaire avait été entendue conjointement avec l'OSC et celle-ci a rendu une décision d'une teneur similaire : *Canadian Tire Corp.*, (1987) 10 O.S.C.B. 857. La décision de l'OSC a été confirmée en appel par la Cour suprême de l'Ontario dans : *Re Cdn. Tire Corp.*, (1987) 35 B.L.R. 117 (Ont. H.C.). L'affaire *Canadian Tire* est notamment commentée par R. DEMERS, « La décision *Canadian Tire* de la Commission des valeurs mobilières : la transaction en cause était-elle légitime, inéquitable et abusive ? », (1988) 22 R.J.T. 253.

public une offre publique d'achat conforme à la loi mais montée de manière à éviter le déclenchement d'une clause de protection rattachée à l'action subalterne de la société visée. L'opération en cause avait été planifiée et organisée de façon à exclure du partage de la prime de contrôle les porteurs d'actions subalternes de la société visée. Le principe a été réitéré dans la jurisprudence subséquente. Dans l'affaire *Selkirk Communications Ltd., Southam Inc.*¹⁴², trois commissaires sur neuf auraient interdit au nom de l'intérêt public une cession privée d'actions qui satisfaisait autrement les conditions d'application d'un régime de dispense de l'O.S.A. similaire à celui qui est prévu dans l'article 123 L.V.M. Le prix convenu n'excédait pas 115 p. 100 du cours du marché établi par la moyenne des prix des titres durant les 20 jours précédant l'entente. Le projet de cession faisait cependant suite à une offre publique d'achat avortée. Le prix établi dans l'entente reflétait les cours du titre enregistrés pendant la période où il y avait eu manifestation de l'intention de lancer une offre publique d'achat. Il se trouvait donc à être artificiellement gonflé. Bien que seulement trois commissaires sur neuf eussent prohibé l'opération au motif qu'elle heurtait l'intérêt public, tous les commissaires se sont entendus sur le principe que l'OSC peut intervenir au nom de l'intérêt public même s'il n'y a pas eu de contravention à la législation. Dans l'affaire *H.E.R.O. Industries Ltd.*¹⁴³, l'OSC s'est appuyée sur la doctrine de l'intérêt public pour sanctionner une cession privée de titres qui n'était pas en soi contraire aux dispositions de l'O.S.A. relatives aux offres publiques d'achat. Il était reproché à cette opération d'avoir mis en échec une offre publique d'achat favorable à l'ensemble des actionnaires de la société H.E.R.O. Industries Limited. La Commission ontarienne exprima l'opinion que l'intérêt public exigeait non seulement que les administrés se plient à la lettre de la législation, mais, en plus, qu'ils se gouvernent conformément aux principes la sous-tendant. Plus précisément, l'OSC reprocha à la cession privée de contrevenir au principe de l'égalité de traitement des actionnaires.

Signalons aussi que, dans l'affaire *Jorex*, l'OSC a écarté le régime de droits de souscription en cause en se fondant notamment sur sa responsabilité de protéger l'intérêt public¹⁴⁴.

142. *Selkirk Communications Ltd., Southam Inc.*, (1988) 11 O.S.C.B. 286.

143. *Supra*, note 54 et le texte correspondant.

144. *Supra*, note 127 et le texte correspondant. Voir aussi l'affaire *Mithras Management*, (1990) 13 O.S.C.B. 1600; l'affaire *Biscotti*, (1993) 160 O.S.C.B. 31; l'affaire *Orsini*, (1991) 2 B.L.R. (2d) 271 (OSC); l'affaire *American Diversified Realty Fund*, (1990) 13 O.S.C.B. 1585 et l'affaire *Lavalintech Inc.*, précitée, note 7, 34-35. Sur l'exercice par les commissions des valeurs mobilières des pouvoirs discrétionnaires en fonction de l'intérêt public, voir aussi : R. CRÊTE, « L'appréciation de l'intérêt public dans le marché des valeurs mobilières », dans *Développements récents en droit commercial* (1992), Cowansville, Éditions Yvon Blais, 1992, p. 23.

Dans le cas où l'intérêt public est invoqué malgré l'absence de contravention à la loi, le domaine des pouvoirs d'intervention de la Commission est circonscrit par deux conditions. D'abord, il ne suffit pas qu'une opération soit inéquitable à l'égard d'un groupe d'investisseurs pour que la CVMQ intervienne ; l'intérêt public ne peut être invoqué que s'il y a abus à réprimer. Ensuite, la preuve d'un rapport privé inéquitable ne sera pas suffisante pour justifier une intervention marquée au sceau de l'intérêt public. Il faudra, en plus, démontrer l'existence d'un effet négatif sur le fonctionnement du marché¹⁴⁵. L'imprévisibilité associée à la sanction administrative d'opérations pourtant conformes à la lettre de la loi a amené la CVMQ à affirmer que, dans les circonstances où la lettre de la loi est respectée, elle fera preuve de retenue dans l'exercice de ses pouvoirs discrétionnaires et qu'elle n'interviendra que dans les cas extrêmes¹⁴⁶.

Concernant les offres publiques d'achat, la L.V.M. met en place un ensemble normatif complexe, où se conjuguent, d'une part, une réglementation minutieusement mécanique marquée par le souci du détail, si ce n'est par un formalisme rigide, et, d'autre part, une discrétion administrative à la fois omnipotente, omniprésente et tentaculaire. Nous avons notamment cherché dans la partie 1. à dégager les principales lignes de force de ce système, qui présente aussi la caractéristique de déployer une batterie de recours particuliers. Les manquements au cadre normatif issu de la L.V.M. donneront ainsi ouverture à une série de recours de nature civile, pénale et administrative. Un examen exhaustif et critique de ces recours dépassant le cadre et l'ambition de notre étude, ceux-ci sont schématiquement et sommairement présentés sous forme d'un tableau dans l'annexe.

2. L'offre publique d'achat au regard du droit des sociétés

Dans la deuxième partie, nous jetterons d'abord un coup d'œil sur le régime des OPA installé par la L.S.A. Le thème de la mesure défensive sera ensuite examiné dans la perspective du droit des sociétés. Puis, nous nous intéresserons à l'encadrement juridique de l'actionnaire majoritaire dans le contexte d'une offre publique d'achat. Enfin, quelques commentaires seront livrés sur la problématique particulière de l'actionnaire minoritaire lorsque l'offre publique d'achat est suivie d'une fusion ou d'une opération de fermeture.

145. Affaire *Canadian Tire*, précitée, note 124, A-28.

146. *Lavalintech Inc.*, précité, note 7, 34-35.

2.1 Le régime des offres publiques d'achat prévu dans la Loi sur les sociétés par actions

La loi régissant les sociétés par actions de régime fédéral prévoit dans sa partie XVII un ensemble de règles sur les offres publiques d'achat. La partie VIII du *Règlement sur les sociétés par actions du régime fédéral*¹⁴⁷ précise la portée et les modalités d'application de ces règles. De manière générale, le régime fédéral est moins détaillé et sophistiqué que celui de la L.V.M. Bien qu'ils s'inspirent de la même philosophie, les deux ensembles ne sont pas identiques : les écarts se trouvent notamment dans la terminologie¹⁴⁸, la définition de l'offre publique d'achat¹⁴⁹, les régimes de dispense¹⁵⁰, les délais à respecter¹⁵¹, les recours¹⁵².

147. *Règlement sur les sociétés par actions du régime fédéral*, (1979) 113 *Gaz. Can.* II, 1989, tel que modifié.

148. En guise d'exemple, la L.V.M. désigne l'auteur de l'offre par le vocable « initiateur », alors que la L.S.A. emploie le terme « pollicitant ». Par ailleurs, le législateur fédéral n'a pas retenu l'expression « offre publique d'achat », optant plutôt pour « offre d'achat visant à la mainmise ».

149. Il y aura offre d'achat visant à la mainmise au sens de la L.S.A. s'il y a projet d'acquérir plus de 10 p. 100 des actions d'une catégorie donnée (art. 194). La L.V.M., quant à elle, prévoit un seuil de 20 p. 100 (art. 110). Quant au régime de la Bourse de Montréal, il reconnaît un seuil de 10 p. 100 pour les sociétés de régime fédéral et de 20 p. 100 pour les autres sociétés : *Offres publiques d'achat et de rachat en bourse, Règle 12*, dans BOURSE DE MONTRÉAL, *Règlements et règles*, Montréal, 8 décembre 1987, art. 12001.

150. Au chapitre des dispenses, soulignons que l'offre « faite à moins de quinze actionnaires d'acheter des actions par voie de conventions distinctes » (art. 194 L.S.A.) est soustraite de l'application du régime fédéral. L'exception correspondante de la L.V.M. est plus restreinte : l'offre doit être faite à au plus cinq porteurs et le prix doit respecter une marge de 15 p. 100 par rapport à un cours de référence calculé en fonction de l'évolution récente du prix du marché (art. 123 L.V.M.). On notera, toutefois, que dans le système de la L.V.M. des dispenses sont aussi prévues en faveur de la société fermée et de la société qui n'a pas le statut d'émetteur assujetti : *supra*, sections 1.1.2.1 et 1.1.2.3.

151. Dans le régime fédéral, l'actionnaire dispose d'un délai de 10 jours à compter du lancement de l'offre pour révoquer le dépôt de ses titres (art. 197 (1) (a) L.S.A.) ; dans le régime de la L.V.M., ce délai est de 21 jours (art. 147.5). En vertu de la L.V.M., l'initiateur doit dans un délai de 10 jours suivant la clôture de l'offre prendre livraison des titres et les payer (art. 147.6). Or ce délai est de 14 jours dans la L.S.A (art. 197 (b)). En cas de modification des conditions de l'offre, la L.V.M. énonce que la clôture de l'offre ne doit pas intervenir moins de 10 jours après la livraison d'un avis informant le porteur de titres de la modification (art. 147.8). La L.S.A. ne prévoit rien de tel.

152. Ainsi, l'article 233.1 L.V.M. donne au tribunal la faculté de rendre une ordonnance propre à réparer les conséquences d'une contravention à la loi ou au règlement en matière d'offres publiques. Ce recours aurait une portée moins étendue que le recours prévu par l'article 205 (3) L.S.A. Ce dernier autorise le tribunal saisi de prendre, par ordonnance, toute mesure qu'il estime pertinente à la suite du défaut par une personne d'observer la loi ou les règlements à l'occasion d'une offre publique d'achat. Dans l'affaire *Investissements Oxdon Inc. c. Corporation d'acquisition Socanav-Caisse Inc.*, [1989] R.J.Q. 2387 (C.S.), la Cour supérieure du Québec a exprimé l'opinion que l'arti-

Le régime fédéral et celui de la L.V.M. ont tous deux des assises constitutionnelles et, en conséquence, ils cohabitent¹⁵³. Dans certains cas, ils s'appliquent simultanément. Les règles sur les offres publiques d'achat énoncées dans la *Loi sur les sociétés par actions* visent les sociétés constituées en vertu de cette loi. Le critère utilisé pour déterminer si une offre publique d'achat est soumise à la réglementation québécoise des valeurs mobilières, quant à lui, braque les conséquences de l'opération sur le public-investisseur : cette réglementation s'appliquera si des porteurs de titres québécois sont sollicités dans le cadre d'une offre publique d'achat¹⁵⁴ ou, peut-on argumenter, s'ils sont simplement touchés par celle-ci¹⁵⁵. Il en résulte que les règles contenues dans la législation québécoise sur les valeurs mobilières s'ajouteront à celles de la L.S.A. lorsqu'il y a offre publique d'achat sur les titres d'une société de régime fédéral et que des porteurs québécois sont sollicités ou simplement touchés par l'opération. Il n'y a pas d'obstacle constitutionnel au cumul des deux régimes. Comme nous l'avons évoqué plus haut, l'adoption de chacun d'entre eux est parfaitement compatible avec la *Loi constitutionnelle de 1867*. Surtout, l'application de la doctrine de la primauté de la législation fédérale n'a pas pour conséquence de rendre inopérantes les dispositions de la L.V.M. se rapportant aux OPA : en effet, cette doctrine est traditionnellement limitée aux conflits de lois opérationnels. Or il n'y a pas de conflit opérationnel entre le régime fédéral et celui de la L.V.M.¹⁵⁶.

cle 233.1 L.V.M. est d'ordre curatif. Il n'a pas de portée préventive et ne sanctionne qu'une offre publique d'achat terminée. Par contre, le recours fondé sur l'article 205 (3) L.S.A. pourrait être invoqué autant au regard d'une offre publique d'achat terminée que pour une offre publique d'achat en cours : voir ainsi *Nalcap Holdings Inc. c. Kelvin Energy Ltd.*, [1988] R.J.Q. 2768 (C.S.), où fut accueillie une requête pour une ordonnance visant à interdire la continuation d'une OPA.

153. Au Canada, il est difficile de ne pas parler de constitution, et le domaine des offres publiques d'achat n'échappe pas à la règle. Cette matière relève conjointement de la compétence constitutionnelle de la province canadienne et de celle du palier fédéral. La compétence provinciale a notamment été confirmée dans l'affaire *Lymburn c. Mayland*, [1932] A.C. 318. Cette compétence constitutionnelle sur le commerce des valeurs mobilières se rattache aux articles 92 (13) et 92 (16) de la *Loi constitutionnelle de 1867*, 30 & 31 Victoria, R.-U., 3. La constitutionnalité du régime sur les offres publiques d'achat prévu dans la L.S.A. s'appuie sur le pouvoir d'Ottawa de constituer des sociétés à des « fins autres que provinciales » et de régir leur fonctionnement interne : *Loi constitutionnelle de 1867*, art. 92 (11), interprétation *a contrario*.

154. Art. 113 L.V.M.

155. *Asbestos Corporation*, précité, note 50 ; l'argument est développé dans la section 1.1.3.

156. Lorsqu'une matière se trouve simultanément soumise à une loi provinciale et à une loi fédérale, les tribunaux appliquent la doctrine de la primauté des lois fédérales. Selon cette doctrine, la loi provinciale sera inopérante en cas de conflit entre la loi fédérale et la loi provinciale. La décision de la Cour suprême du Canada dans l'affaire *Multiple Access c. McCutcheon*, [1982] R.C.S. 161, limite la portée de la doctrine aux conflits dits

Du fait qu'il existe des différences entre les deux régimes, le cumul peut compliquer le jeu des acteurs. Dans les situations les plus kafkaïennes, l'initiateur, la société visée ou toute personne intéressée peut présenter une requête à un juge de la Cour supérieure et demander d'être dispensé de tout ou partie des dispositions de la L.S.A. sur les offres publiques d'achat¹⁵⁷. L'exemption peut avoir un effet rétroactif. Une offre publique d'achat peut aussi être soustraite de l'application du régime de la L.V.M. dans la mesure où elle est faite conformément aux règles établies par une autre autorité législative et que ces règles sont jugées équivalentes par la CVMQ¹⁵⁸. Celle-ci a cependant émis l'avis que la dispense ne joue pas en faveur de la L.S.A.¹⁵⁹.

2.2 Les mesures défensives en matière d'offre publique d'achat

Les règles de droit corporatif s'appliquant à l'adoption par le conseil d'administration de mesures défensives ont pour origine la reconnaissance

opérationnels. Dans cette affaire, il fut jugé que les dispositions de la *Loi sur les sociétés commerciales canadiennes* régissant les délits d'initiés ne rendaient pas inopérantes les règles s'appliquant à ce sujet dans l'OSA. En l'espèce, les deux régimes se cumulaient. La Cour suprême posa le principe que la primauté de la loi fédérale est affirmée seulement dans la situation où l'obéissance à la loi provinciale implique la désobéissance à la loi fédérale. En l'absence d'un tel conflit, la loi provinciale et la loi fédérale seront toutes deux opérantes, quitte à se juxtaposer. L'occupation d'un champ par la législation fédérale n'est pas en soi suffisante pour déplacer les lois et les règlements provinciaux. L'affaire *Banque de Montréal c. Hall*, [1990] 1 R.C.S. 121, est un arrêt plus récent portant sur la doctrine de la primauté des lois fédérales. L'arrêt aurait nuancé le critère élaboré à la faveur de la décision *Multiple Access c. McCutcheon*, car si celui-ci est formellement endossé, son application aux faits de l'espèce conduit à un résultat étrange : à vrai dire, le résultat atteint est similaire à celui auquel on serait parvenu si la primauté de la loi fédérale avait été subordonnée à l'occupation d'un champ commun par la loi fédérale et la loi provinciale. Il n'y a pas de conflit opérationnel entre le régime de la *Loi sur les valeurs mobilières* et celui de la *Loi sur les sociétés par actions*. L'auteur de l'offre, le conseil d'administration de la société visée, les porteurs de titres peuvent, en effet, agir de manière à se conformer aux deux régimes. Ces régimes ne sont donc pas en conflit au sens de l'arrêt *Multiple Access c. McCutcheon*, et, en conséquence, ils cohabitent et peuvent se cumuler. La décision *Banque de Montréal c. Hall* ne modifie pas cette conclusion. D'une part, le plus haut tribunal canadien n'y a pas renié le critère élaboré dans l'affaire *Multiple Access c. McCutcheon*, la partie s'étant plutôt jouée du côté de l'application du critère aux faits de l'espèce. D'autre part, la problématique de la réglementation de l'offre publique d'achat est plus proche de celle des délits d'initiés, débattue dans l'arrêt *Multiple Access c. McCutcheon*, que de la question abordée dans l'affaire *Banque de Montréal c. Hall*, soit la réalisation des sûretés bancaires.

157. Art. 204 L.S.A. ; à titre d'exemple, voir *Nordair c. Québecair*, [1986] R.J.Q. 756 (C.S.) ; *Re Warnock Hersey International Limited*, [1977] C.S. 355.

158. Art. 121 L.V.M.

159. Avis. *Entrée en vigueur de la réglementation uniforme des offres publiques*, (1987) 18 B.C.V.M.Q. n° 19, 1.

d'un antagonisme potentiel entre la direction¹⁶⁰ de la société et l'actionnariat. Il y a en effet des situations où le dirigeant d'une société visée redoute que le transfert de contrôle découlant de la réussite d'une offre publique d'achat ne se solde par son renvoi ou l'étiollement de ses prérogatives au sein de la société. Il aura alors une tendance naturelle à utiliser les leviers décisionnels et informationnels que lui procure sa position dans la société pour combattre l'offre publique d'achat, même si l'initiateur offre au porteur de titres une généreuse prime et que, tout considéré, l'offre publique d'achat représente une excellente occasion d'investissement.

Sur le plan du droit substantif, les règles gouvernant la conduite du conseil d'administration placé devant une offre publique d'achat inamicale s'organisent à l'intérieur de deux cadres, soit le cadre du droit commun et le régime substantif inhérent au recours statutaire pour oppression de l'actionnaire.

2.2.1 La légalité des tactiques défensives en matière d'offre publique d'achat au Canada dans le schéma du droit commun

La présente section est organisée autour de trois points saillants : les devoirs fiduciaires de l'administrateur, l'intérêt de l'actionnaire en tant que propriétaire de ses titres et, enfin, certaines considérations extrinsèques aux deux premiers points.

2.2.1.1 Les devoirs fiduciaires de l'administrateur et les tactiques défensives : diversité et éparpillement de l'approche et de l'analyse

Dans les juridictions de common law canadiennes, l'administrateur de société est en relation fiduciaire avec la société¹⁶¹. Rappelons que cette relation entraîne, notamment, l'obligation pour le conseil d'administration d'aiguiller ses décisions sur la recherche du meilleur intérêt de la société. L'obligation fiduciaire est un concept appartenant à la common law et, à strictement parler, étranger au droit civil. Dans les matières corporatives, le droit civil québécois joue un rôle supplétif, entre autres en ce qui a trait aux critères d'évaluation du comportement des dirigeants dans les cas

160. L'emploi de « direction » fait ici référence au conseil d'administration de la société et à ses cadres supérieurs de rang élevé. Quant au mot « dirigeant », il renvoie à un membre du conseil d'administration ou à un cadre supérieur de rang élevé.

161. B. WELLING, *Corporate Law in Canada—The Governing Principles*, 2^e éd., Toronto, Butterworths, 1991, pp. 378 et suiv. ; M. MARTEL et P. MARTEL, *La compagnie au Québec*, t. 1, Montréal, Wilson & Lafleur, Martel Ltée, 1993, pp. 506 et suiv. ; J.S. ZIEGEL, R.J. DANIELS, D.L. JOHNSTON et J.G. MACINTOSH, *Cases and Materials on Partnerships and Canadian Business Corporations*, t. 1, 2^e éd., Toronto, Carswell, 1989, pp. 491 et suiv. ; M.V. ELLIS, *Fiduciary Duties in Canada*, Don Mills, De Boo, 1988, chap. 15.

d'abus ou d'iniquité. Cette fonction supplétive du droit civil québécois, récemment confirmée par la Cour d'appel du Québec dans l'affaire *Développements urbains Candiac Inc. c. Combest Corp.*¹⁶², entraîne comme conséquence qu'au Québec la relation entre l'administrateur et la société n'est pas articulée autour du concept du devoir fiduciaire, mais se voit plutôt gouvernée par l'institution du mandat. De par son statut de mandataire à l'égard de la société, l'administrateur est notamment tenu à l'égard de celle-ci à un devoir de loyauté¹⁶³. L'obligation de loyauté du mandataire civiliste est conceptuellement différente de l'obligation de fiduciaire de common law. En ce qui a trait aux tactiques défensives en matière d'offre publique d'achat, ces deux institutions juridiques appréhendent toutefois les mêmes réalités. En conséquence, on ne commet pas d'erreur de calcul en posant la similarité de leurs teneurs et en se rapportant à la jurisprudence de common law canadienne pour situer le droit québécois relatif au rapport entre les obligations de l'administrateur et l'adoption des tactiques défensives.

Dans quelle mesure l'adoption ou la mise en œuvre de tactiques défensives est-elle conforme aux devoirs fiduciaires ou à l'obligation de loyauté civiliste de l'administrateur ?

La jurisprudence canadienne se rapportant à cette question est caractérisée par un manque d'unité. Dans l'affaire *Exco-Corporation c. Nova Scotia Savings & Loan Co.*¹⁶⁴, le juge Richard porte d'ailleurs un jugement sévère sur l'état du droit positif en la matière lorsqu'il écrit que « this area of law seems to be a morass of conflicts and inconsistencies »¹⁶⁵. Dans la jurisprudence canadienne, c'est essentiellement la doctrine de la finalité des pouvoirs qui a servi d'instrument analytique pour déterminer si l'adoption ou la mise en œuvre d'une tactique défensive est conforme aux devoirs fiduciaires de l'administrateur¹⁶⁶. Les tribunaux canadiens se démarquent

162. *Développements urbains Candiac Inc. c. Combest Corp.*, [1993] R.J.Q. 1321, 1330 (C.A.) (ci-après citée : « *Développements urbains Candiac Inc.* »).

163. Sur l'administrateur comme mandataire de la société, voir J. SMITH et Y. RENAUD, *Droit québécois des corporations commerciales*, t. 3, Montréal, Judico, 1977, pp. 1394 et suiv. ; M. MARTEL et P. MARTEL, *op. cit.*, note 161, p. 515. Voir aussi la *Loi sur les compagnies du Québec*, L.R.Q., c. C-38, art. 12383, tel qu'il a été modifié, de même que les articles 321 et 322 du *Code civil du Québec*, cette dernière disposition posant en termes formels que l'administrateur doit agir avec loyauté et dans l'intérêt de la personne morale.

164. *Exco-Corporation c. Nova Scotia Savings & Loan Co.*, (1987) 35 B.L.R. 149 (N.S.S.C.) (ci-après cité : « *Exco-Corporation* »).

165. *Id.*, 256.

166. Nous faisons le choix de considérer la doctrine de la finalité des pouvoirs comme une dimension de la problématique de l'obligation fiduciaire de l'administrateur à l'égard de la société. Cette approche est préconisée par un bon nombre de commentateurs, mais elle est aussi critiquée : voir ainsi B. WELLING, *op. cit.*, note 161, p. 337.

ainsi de leurs pendants américains qui, de leur côté, ont opté pour une approche fondée sur la doctrine du jugement d'affaires¹⁶⁷.

La doctrine de la finalité des pouvoirs repose sur la prémisse que les pouvoirs de l'administrateur se rattachent à des fins précises. La légalité de l'exercice d'un pouvoir par l'administrateur se mesure donc par le rapport entre l'exercice de ce pouvoir et la finalité qui le justifie. L'analyse propre à cette doctrine comporte deux mouvements. En premier lieu, le tribunal doit mettre en évidence la finalité du pouvoir en cause ; dans un second temps, il doit déterminer si le but principal animant l'exercice de ce pouvoir est conforme à sa finalité. Dans cette démarche, le fardeau de la preuve est sur le demandeur¹⁶⁸. En droit civil québécois, cette doctrine a été associée à celle de l'abus de droit¹⁶⁹.

Si la grille d'analyse proposée par la doctrine de la finalité des pouvoirs a fait l'objet d'un consensus jurisprudentiel, elle a néanmoins entraîné dans son application des résultats éparpillés et un assortiment bigarré de critères juridiques que l'on décompose en trois tendances principales.

167. La doctrine du jugement d'affaires exprime une politique de non-interventionnisme du pouvoir judiciaire dans les décisions du conseil d'administration. En résumé, cette doctrine crée une présomption de régularité des décisions du conseil d'administration et pose ainsi que les tribunaux s'abstiendront de contrôler la substance des décisions du conseil d'administration à moins que le plaignant ne fasse la preuve d'une des situations suivantes : 1) la décision est entachée de fraude ou d'illégalité ; 2) les administrateurs ont fait preuve de mauvaise foi en prenant cette décision ou n'étaient pas motivés par la recherche des meilleurs intérêts de la société ; 3) en rapport avec l'objet de la décision, les administrateurs sont placés en situation de conflit d'intérêts ; ou 4) les administrateurs n'ont pas pris des moyens raisonnables pour s'informer quant à l'objet de la décision. Sur la doctrine du jugement d'affaires, voir notamment : J.H. FARRAR, « Business Judgment and Defensive Tactics in Hostile Take Over Bids », (1989) 15 *Can. Bus. L.J.* 15 ; M. ST. PATRICK BAXTER, « The Fiduciary Obligations of Directors of a Target Company in Resisting an Unsolicited Takeover Bid », [1988] 20 *Ottawa L. Rev.* 63, 67-69 ; B. WELLING, *op. cit.*, note 161, pp. 331-332 ; J.S. ZIEGEL, R.J. DANIELS, D.L. JOHNSTON et J.G. MACINTOSH, *op. cit.*, note 161, pp. 461-463. Pour un énoncé de la doctrine du jugement d'affaires dans la juridiction américaine du Delaware, voir : *Smith v. Van Gorkom*, 488 A. 2d 358, 872-873 (Del., 1985) ; et *Aronson v. Lewis*, 473 A. 2d 805, 812 (Del., 1984). C'est dans le prolongement de la doctrine du jugement d'affaires que les tribunaux américains, en particulier la juridiction du Delaware, ont cherché à construire un ensemble cohérent de critères applicables à l'adoption des tactiques défensives en matière d'offre publique d'achat. Voir à ce sujet : L. LOSS et J. SELIGMAN, *op. cit.*, note 5, pp. 2295-2296 ; de même que : *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A. 2d 946 (Del., 1985) ; *Revlon Inc. v. MacAndrews and Forbes Holdings Inc.*, 506 A. 2d 173 (Del., 1985) ; et *Re Time Incorporated Shareholders Litigation*, (1989) 47 B.L.R. 223 (Del., 1989).

168. M. ST. PATRICK BAXTER, *loc. cit.*, note 167, 77.

169. J. TURGEON, *loc. cit.*, note 125, 155.

*Une application stricte de la doctrine
de la finalité des pouvoirs*

Une première école de pensée prône une application stricte de la doctrine de la finalité des pouvoirs. Dans ce schéma, l'administrateur possède une marge de manœuvre très étroite, pour ne pas dire inexistante, quant à l'adoption et à la mise en œuvre de tactiques défensives. Ce courant est principalement incarné par les arrêts anglais *Howard Smith Ltd. v. Ampol Petroleum Ltd.*¹⁷⁰ et *Hogg v. Cramphorn*¹⁷¹, bien qu'au Canada il se soit exprimé dès les lendemains de la Première Guerre mondiale dans l'affaire *Bonisteel c. Collis Leather Co. Ltd.*¹⁷².

De ces décisions se dégage la thèse toute simple que le conseil d'administration ne peut exercer un pouvoir afin d'empêcher un transfert de contrôle ou de modifier l'équilibre politique de l'actionnariat. Ces finalités seraient illégitimes en soi, l'illégitimité se déduisant de la nature des droits qui sont touchés. Une application triviale de la doctrine de la finalité des pouvoirs conduit à assimiler l'exercice d'un pouvoir dirigé par une telle finalité à un manquement aux devoirs fiduciaires de l'administrateur. L'administrateur en faute, au regard de cette configuration de la doctrine de la finalité des pouvoirs, ne pourra opposer la bonne foi, la conviction qu'il favorisait les meilleurs intérêts de la société ou le sentiment que le transfert de contrôle allait à l'encontre des intérêts de la société¹⁷³.

*La mouvance de l'arrêt Teck Corporation Ltd. c. Millar*¹⁷⁴

Situé à l'autre extrémité du spectre, ce courant s'appuie sur l'idée qu'il est possible que la société, comme entité distincte, possède un intérêt dans l'identité des actionnaires la contrôlant. La décision rendue par le juge Berger de la Cour suprême de la Colombie-Britannique dans l'affaire *Teck Corporation Ltd. c. Millar* est sans contredit la figure de proue de cette mouvance. Le défendeur, Millar, était le président d'une société minière, Afton Mines. De plus, il siégeait à son conseil d'administration. Les principaux actifs de cette société étaient constitués de droits miniers sur certains territoires. Une technique courante utilisée par des sociétés comme Afton Mines pour financer leurs travaux de prospection consistait à conclure un contrat avec une société minière dite *major*. Ce contrat était

170. *Howard Smith Ltd. v. Ampol Petroleum Ltd.*, [1974] A.C. 821 (H.L.).

171. *Hogg v. Cramphorn*, [1966] 3 All E.R. 420 (Ch. D.).

172. *Bonisteel c. Collis Leather Co. Ltd.*, (1919) 45 O.L.R. 195 (Ont. S.C.).

173. *Howard Smith Ltd. v. Ampol Petroleum Ltd.*, précité, note 170, 838; *Hogg v. Cramphorn*, précité, note 171, 427, 429-430.

174. *Teck Corporation Ltd. c. Millar*, (1972) 33 D.L.R. (3d) 288 (B.C.S.C.) (ci-après cité : « *Teck c. Millar* »).

connu dans l'industrie minière sous le vocable de *ultimate deal*. En vertu de ce contrat, la société *major* finançait les travaux de prospection et lorsque le minerai s'avérait commercialement exploitable, le développement de la mine. En contrepartie, elle se voyait attribuer des actions de la société minière *junior*. Afton Mines souhaitait recourir à cette technique. À cet égard, la société Teck était particulièrement intéressée aux travaux d'Afton Mines et elle offrit d'acheter un bloc d'actions d'Afton Mines au prix de 4 \$ l'action. Une autre société *major* était en lice, la société Placer. Celle-ci n'offrait que 3 \$ l'action, mais Millar et Afton Mines préféraient cette candidate à cause de son excellente réputation dans l'industrie et des nombreux succès qu'elle avait connus. Millar, qui était l'âme dirigeante d'Afton Mines, rejeta donc l'offre de Teck. Celle-ci ne lança cependant pas la serviette et elle se mit à acheter les actions d'Afton Mines sur le marché. Voyant qu'elle était sur le point de perdre le contrôle effectif de la société, Millar s'empressa de conclure un *ultimate deal* avec Canex, une filiale à part entière de Placer. Le contrat prévoyait que Canex recevrait un important bloc d'actions d'Afton Mines dans l'éventualité où l'on passerait à la phase de l'exploitation minière. Teck attaqua la validité de cette entente par une action dérivée. Le juge Berger appliqua la doctrine de la finalité des pouvoirs et arriva à la conclusion que les administrateurs d'Afton Mines avaient agi à des fins légitimes et n'avaient pas failli à leurs devoirs fiduciaires. Le tribunal refusa de suivre l'arrêt anglais *Hogg v. Cramphorn*¹⁷⁵ et d'évaluer la finalité d'un pouvoir en fonction de la nature des droits qu'il touche. La finalité des pouvoirs de l'administrateur se voit plutôt libéralement définie, le tribunal posant que les pouvoirs de l'administrateur ont pour finalité la recherche du meilleur intérêt de la société. Dans cette veine de raisonnement, une action visant à empêcher un transfert de contrôle devra être cautionnée si les administrateurs sont subjectivement convaincus qu'ils agissent dans le meilleur intérêt de la société. En second lieu, ils devront avoir des motifs raisonnables de croire que leur action favorise les meilleurs intérêts de la société ou, à l'inverse, que la société subira un préjudice important si le transfert de contrôle se matérialise¹⁷⁶. Dans le cas où ces deux critères sont remplis, l'action du conseil d'administration devrait être soutenue, même si les dirigeants de la société retirent des avantages personnels de l'échec du transfert de contrôle.

En l'occurrence, le tribunal était d'avis que le double critère était rempli. Celui-ci a accordé, en effet, beaucoup de poids au calcul des dirigeants d'Afton Mines suivant lequel l'association avec Placer serait plus avantageuse qu'une association avec la société Teck¹⁷⁷. Le juge

175. *Mogg v. Cramphorn*, précité, note 171.

176. *Teck c. Millar*, précité, note 174, 315.

177. *Id.*, 330-331.

Berger favorise par ailleurs une conception pluraliste de l'intérêt de la société, arguant que celui-ci ne se limite pas à la maximisation immédiate de la valeur pour les actionnaires. De l'avis du magistrat, il faut aussi considérer dans l'évaluation de l'intérêt de la société les conséquences de la transaction sur d'autres groupes intéressés par ses activités de même que les incidences de la transaction sur la société considérée comme entité distincte¹⁷⁸.

L'affaire *Teck c. Millar* place le fardeau de la preuve sur le demandeur¹⁷⁹. Une telle position est conforme à la doctrine de la finalité des pouvoirs traditionnelle ; elle a cependant été sévèrement critiquée pour ne pas appréhender le conflit d'intérêts dans lequel l'administrateur se trouve lorsqu'il est aux prises avec une offre publique d'achat. Des décisions subséquentes ont corrigé le tir en renversant le fardeau de la preuve¹⁸⁰.

Ainsi, la décision *Teck c. Millar* a marqué le droit canadien se rapportant aux devoirs fiduciaires de l'administrateur, mais elle n'a certes pas provoqué l'enthousiasme général. D'aucuns ont voulu la réconcilier avec le courant de l'application stricte de la doctrine de la finalité des pouvoirs en confinant son application à une pratique particulière de l'industrie minière. Il est ainsi soutenu que la conclusion d'un *ultimate deal* de même que le choix d'un partenaire dans la réalisation des travaux de prospection ou l'exploitation minière constituent des finalités inhérentes à la gestion et à la direction d'une société minière de la taille d'Afton Mines. Des exégètes de l'affaire *Teck c. Millar* défendent la thèse que les manœuvres des dirigeants d'Afton Mines ont été jugées légales parce qu'elles avaient pour objectif principal la conclusion de l'*ultimate deal* avec Placer plutôt qu'avec Teck. Certes, l'arrangement entre Afton Mines et la filiale de Placer eut une incidence sur l'équilibre politique de l'actionnariat. Mais une incidence n'est pas une finalité et, de toute façon, l'incidence est perçue comme accessoire et périphérique à une décision d'affaires, soit le choix d'un partenaire dans les travaux de prospection et d'exploitation¹⁸¹.

La décision *Olympia and York*¹⁸² s'inscrit dans la foulée de *Teck c. Millar*, à quelques nuances près. Le groupe Olympia & York avait lancé une offre publique d'achat sur la société Hiram Walker. Le conseil d'ad-

178. *Id.*, 314-315.

179. *Id.*, 330.

180. Voir notamment *Exco-Corporation*, précité, note 164, 261 et l'affaire *Producers Pipe-lines Inc.*, précitée, note 126, 595.

181. *Howard Smith Ltd. v. Ampol Petroleum Ltd.*, précité, note 170, 836-837 ; *Exco-Corporation*, précité, note 164, 259 ; J.H. FARRAR, *loc. cit.*, note 167, 33-34.

182. *Re Olympia and York Enterprises Ltd. and Hiram Walker Resources Ltd.*, (1986) 37 D.L.R. (4th) 193 (H.C.), confirmé par (1986) 37 D.L.R. (4th) (Div. Ct.) (ci-après cité : « *Olympia and York* »).

ministration de cette dernière s'opposait à l'offre publique d'achat. La stratégie défensive qu'il mit en place consista, dans un premier temps, à vendre à une société alliée, Allied-Lyons P.L.C., la division des spiritueux. Celle-ci était particulièrement rentable. Puis, Hiram Walker et Allied-Lyons P.L.C. constituèrent la société Fingas. Cette dernière devait faire une offre concurrente à celle d'Olympia & York. Le financement de l'offre de Fingas était notamment assuré par une filiale d'Hiram Walker, qui avait emprunté une somme importante pour acheter des actions privilégiées de Fingas. Le groupe Olympia & York demanda des injonctions pour bloquer le projet d'Hiram Walker, s'appuyant sur le recours pour oppression de l'actionnaire minoritaire de l'*Ontario Business Corporations Act*¹⁸³.

Le tribunal de première instance rejeta les demandes d'injonction. S'appuyant sur la preuve présentée dans les affidavits, il arriva à la conclusion que les administrateurs avaient agi de bonne foi et afin de favoriser les intérêts de la société. Les administrateurs soutenaient que le prix offert par le groupe Olympia & York n'était pas assez élevé. Le juge Montgomery endossa leurs actions en posant que « [i]t is the directors' duty to take all reasonable steps to maximize value for all shareholders¹⁸⁴ ». Le juge Montgomery assimile donc l'intérêt de la société à la maximisation immédiate de la valeur pour tous les actionnaires, ce qui distingue la décision *Olympia and York* de l'affaire *Teck c. Millar*. Les autres aspects du raisonnement du juge Berger dans cette dernière affaire ont cependant été formellement approuvés par le juge Montgomery¹⁸⁵.

Dans l'affaire *347883 Alberta Ltd. c. Producers Pipelines Inc.*¹⁸⁶, la Cour d'appel de la Saskatchewan s'est inspirée de l'approche de la décision *Teck c. Millar*, tout en y introduisant des nuances. Le plus haut tribunal de la Saskatchewan était alors invité à se prononcer sur la légalité d'un régime de droits de souscription¹⁸⁷. La société Saskoil détenait environ 9,9 p. 100 des actions de Producers Pipelines Inc. par l'entremise de sa filiale, la société 347883 Alberta Ltd. Elle souhaitait acquérir l'ensemble des actions de Producers Pipelines Inc. En réaction à la menace d'une offre publique d'achat, Producers Pipelines Inc. adopta un régime de droits de souscription. La société 347883 Alberta Ltd. intenta alors un recours pour oppression de l'actionnaire minoritaire ; elle demandait notamment que le régime

183. *Business Corporations Act*, 1982 (Ont.), c. 4, art. 247.

184. *Olympia and York*, précité, note 182, 211.

185. Le groupe *Olympia & York* s'est pourvu en appel devant la Divisional Court. L'appel fut rejeté, le tribunal ne se prononçant cependant pas sur la justesse des motifs avancés par le juge Montgomery.

186. *Producers Pipelines Inc.*, précité, note 126.

187. Sur le régime des droits de souscription, voir *supra*, note 130.

de droits de souscription soit déclaré invalide. Dans une décision majoritaire, la Cour d'appel lui donna raison.

Le raisonnement juridique de la majorité a pour point de départ les obligations fiduciaires de l'administrateur. Pour déterminer si les administrateurs avaient failli à leurs devoirs fiduciaires, la majorité de la Cour d'appel, sous la plume du juge Sherstobitoff, retint le test suivant¹⁸⁸ :

[W]hen a corporation is faced with susceptibility to a take-over bid or an actual take-over bid, the directors must exercise their powers in accordance with their overriding duty to act bona fide and in the best interests of the corporation even though they may find themselves, through no fault of their own, in a conflict of interest situation. If, after investigation, they determine that action is necessary to advance the best interests of the company, they may act, but the onus will be on them to show that their acts were reasonable in relation to the threat posed and were directed to the benefit of the corporation and its shareholders as a whole, and not for an improper purpose such as entrenchment of the directors.

Le juge Sherstobitoff avait auparavant cité le jugement Berger dans l'affaire *Teck c. Millar* sans le désapprouver. Le critère élaboré par la majorité de la Cour d'appel de la Saskatchewan est centré sur la bonne foi et la recherche des meilleurs intérêts de la société ; en ce sens, il appartient à la lignée du critère de la décision *Teck c. Millar*. Par contre, il se distingue du développement du juge Berger à trois égards : d'abord, le fardeau de la preuve incombe aux administrateurs ; ensuite, le test Sherstobitoff requiert des administrateurs qu'ils aient effectué enquête et analyse avant de prendre leur décision ; mais le principal élément novateur de l'approche de la Cour d'appel demeure l'introduction d'une exigence de proportionnalité entre les actions du conseil d'administration et la menace planant sur la société. Manifestement, le juge Sherstobitoff s'inspire ici de la jurisprudence de l'État américain du Delaware et en particulier de la décision *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*¹⁸⁹.

188. *Producers Pipelines Inc.*, précité, note 126, 595.

189. *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A. 2d 946 (Del., 1985), 955. La grille d'analyse de l'affaire *Teck c. Millar* ou des variantes de celle-ci ont été approuvées dans d'autres décisions judiciaires. Dans l'affaire *820099 Ont. Inc. c. Harold E. Ballard Ltd.*, (1991) 3 B.L.R. (2d) 113 (décision de première instance confirmée en appel par la Divisional Court, Ontario), le juge Farley, après avoir cautionné le test de la décision *Teck c. Millar*, suggère d'y ajouter un autre élément. Dans un *obiter*, il exprime en effet l'avis que pour conclure à l'acquiescement des devoirs fiduciaires de l'administrateur, il faut de plus établir que celui-ci a effectué une analyse raisonnable de la situation (p. 177). La Cour d'appel du Manitoba a aussi adopté l'approche de l'affaire *Teck c. Millar* dans l'affaire *Olson c. Phoenix Industrial Supply Ltd.*, (1984) 9 D.L.R. (4th) 451. Elle présentait le test à appliquer comme suit (p. 188) : « The test is whether the directors honestly believed that they were acting in the best interests of the company, and whether there were reasonable grounds for their belief. » La décision *Teck c. Millar* fut suivie

*La ligne intermédiaire de l'arrêt Exco-Corporation**c. Nova Scotia Savings & Loan Co.*¹⁹⁰

Dans l'affaire *Exco-Corporation c. Nova Scotia Savings & Loan Co.*, le juge Richard de la Cour suprême de la Nouvelle-Écosse propose en *obiter* un test qui occupe une position intermédiaire par rapport aux deux tendances décrites plus haut. La toile de fond de cette décision est une lutte épique pour le contrôle d'une institution financière de la Nouvelle-Écosse. Pour contrer une prise de contrôle, le conseil d'administration de la Nova Scotia Savings & Loan Co. avait émis des actions et les avait attribuées à une société alliée. La Cour suprême de la Nouvelle-Écosse statua que ces émissions d'actions étaient illégales et qu'en procédant à ces émissions les administrateurs avaient failli à leurs obligations fiduciaires. Le tribunal fondait sa décision sur le principe suivant¹⁹¹ :

When exercising their power to issue shares from treasury the directors must be able to show that the considerations upon which the decision to issue was based are consistent only with the best interests of the company and inconsistent with any other interests.

L'application de ce critère amena la Cour à invalider les actions du conseil d'administration. En effet, les actions avaient été émises et attribuées en vue de faire échec à l'offre publique d'achat lancée par Exco, ce qui n'était pas une finalité incompatible avec les intérêts personnels des administrateurs.

Dans ce schéma intermédiaire, les administrateurs portent un fardeau de la preuve très lourd. Ils ne peuvent en effet se contenter d'établir qu'ils avaient des motifs raisonnables de croire que leur décision allait dans le sens des meilleurs intérêts de la société ; ils doivent en plus démontrer qu'ils n'ont pas été animés par d'autres motifs que la recherche des meilleurs intérêts de la société, fussent-ils mineurs ou accessoires.

2.2.1.2 L'intérêt de l'actionnaire en tant que propriétaire des titres et les tactiques défensives

L'actionnaire détient un droit de propriété sur ses titres ; la prérogative de décider à quel moment, à quel prix et à qui il vendra ses actions

dans *Shield Development Co. c. Snyder*, [1976] 3 W.W.R. 44, 62-64 (B.C.S.C.). La décision *Berger* fut aussi citée et approuvée dans : *Re Royal Trustco Ltd. (No. 3)*, (1981) 14 B.L.R. 307, 314-315 (H.C.) ; *Dixon c. Merland Exploration Ltd.*, (1984) 30 Alta. L.R. (2d) 310, 319-320 (Alta Q.B.) ; *Northern & Central Gas Co. c. Hillcrest Collieries Ltd.*, [1976] 1 W.W.R. 481, 551 (Alta. S.C.) ; *First City Financial Corp. Ltd. c. Genstar Corp.*, (1981) 125 D.L.R. (3d) 303, 319 (H.C.).

190. *Exco-Corporation*, précité, note 164.

191. *Id.*, 261 ; l'italique est de nous.

est un corollaire de ce droit. En droit canadien, l'intérêt que possède l'actionnaire à titre de propriétaire des actions est élevé à un rang axiomatique et est en pratique irréductible. Dans le contexte d'une opération de contrôle, le principe signifie que l'actionnaire a toute latitude pour aiguiller sa décision de vendre ses titres sur des considérations personnelles, voire égoïstes, et qu'il n'est pas tenu de soupeser les intérêts des autres actionnaires, de la société ou de groupes particuliers gravitant autour d'elle. Les opérations de l'actionnaire sur ses titres se situeraient « en dehors du rôle corporatif » pour reprendre la formule du juge Gendreau dans l'affaire *Fradet c. Société d'Asbestos Ltée*¹⁹².

En vertu des règles du droit corporatif régissant les offres publiques d'achat, l'intérêt de propriétaire que possède l'actionnaire n'est pas contestable ; la véritable question porte sur l'équilibre à établir entre cet intérêt et les devoirs fiduciaires de l'administrateur à l'égard de la société. Le courant prônant une application stricte de la doctrine de la finalité des pouvoirs semble poser la préséance absolue de l'intérêt de propriétaire, alors que la lignée de l'affaire *Teck c. Millar* est moins rigide en reconnaissant un intérêt de la société dans l'identité des actionnaires qui la contrôlent. L'étude du rapport entre l'intérêt de propriétaire et l'obligation fiduciaire de l'administrateur est une des articulations cardinales de l'opinion Sherstobitoff dans l'affaire *Producers Pipelines Inc.* En effet, l'analyse de la majorité de la Cour d'appel transcende l'élaboration et l'application d'un critère axé sur la bonne foi de l'administrateur et la recherche par celui-ci du meilleur intérêt de la société puisqu'elle met en relation cet instrument de mesure de l'acquittement des obligations fiduciaires de l'administrateur avec la prérogative de l'actionnaire de décider à qui il vendra ses actions et à quel prix. Pour le juge Sherstobitoff, ce rapport prend la forme d'une préséance relative de l'intérêt de propriétaire inhérent au statut d'actionnaire sur l'obligation fiduciaire de l'administrateur¹⁹³ :

Since the shareholders have the right to decide to whom and at what price they will sell their shares, defensive action must interfere as little as possible with that right... Defensive tactics that result in shareholders being deprived of the ability to respond to a take-over bid or to a competing bid are unacceptable.

L'arbitrage effectué par le juge Sherstobitoff refléterait les valeurs sous-jacentes à la réglementation des offres publiques d'achat issue de la législation sur les valeurs mobilières, l'instruction générale C-38 en particulier¹⁹⁴. La majorité de la Cour d'appel se sert donc de la réglementation sur les valeurs mobilières pour délimiter une règle de droit corporatif.

192. *Fradet c. Société d'Asbestos Ltée*, [1990] 28 Q.A.C. 302, 312 (C.A.), pourvoi à la Cour suprême du Canada rejeté le 5 juillet 1990.

193. *Producers Pipelines Inc.*, précité, note 126, 595.

194. *Producers Pipelines Inc.*, précité, note 126, 595.

Cette approche a fait l'objet de critiques. Il lui est principalement reproché de ne pas tenir compte suffisamment des différences qui existent dans les valeurs sous-jacentes au droit corporatif et à la réglementation des valeurs mobilières. Alors que cette dernière vise la protection du public-investisseur et le bon fonctionnement du marché des capitaux, le droit corporatif régit essentiellement la dynamique interne de la société et les rapports juridiques entre ses protagonistes. Cela signifie, notamment, que le droit corporatif reflète un arbitrage entre, d'une part, la protection des droits des actionnaires et, d'autre part, l'efficacité et la souplesse de l'appareil de direction. Le recours à l'instruction générale C-38 soulève aussi des réserves. Dans ce qui est, en dernière analyse, un processus d'interprétation des dispositions d'une loi corporative se rapportant à l'oppression de l'actionnaire minoritaire, on a de la difficulté à déceler le principe d'interprétation statutaire pouvant justifier le recours à une directive administrative adoptée en vertu d'une autre loi. C'est d'autant plus sibyllin que le statut juridique de l'instruction générale est vague et que ses termes reflètent le point de vue de la Commission et non celui du législateur¹⁹⁵.

L'exercice d'arbitrage entre deux principes juridiques proposé par le plus haut tribunal de la Saskatchewan emporte deux conséquences importantes. En premier lieu, il devient impossible de conclure à la légalité du régime des droits de souscription simplement parce que les administrateurs étaient de bonne foi et étaient animés de la conviction qu'ils agissaient dans les meilleurs intérêts de la société. Deuxièmement, la décision *Producers Pipeline Inc.* exprime une tendance vers l'objectivation de l'analyse : appelé à confronter l'obligation fiduciaire de l'administrateur avec le principe de l'intérêt de propriétaire, le tribunal est en effet amené à scruter autant les effets de l'adoption ou de la mise en œuvre du régime de droits de souscription sur les droits des actionnaires que les convictions animant le conseil d'administration. La majorité de la Cour d'appel de la Saskatchewan exprime ainsi un parti pris mécaniste lorsqu'elle pose que les mesures défensives ayant comme résultat de dépouiller les actionnaires de leur capacité de répondre à une offre publique d'achat ou à une offre concurrente sont inacceptables¹⁹⁶.

195. L'instruction générale est un énoncé adopté par la Commission et qui informe l'administré de la façon dont la première entend exercer sa discrétion. Sur le statut juridique de l'instruction générale, voir notamment H.N. JANISCH, « Reregulating the Regulator : Administrative Structure of Securities Commissions and Ministerial Responsibility », dans *Special Lectures of the Law Society of Upper Canada*, *op. cit.*, note 108, pp. 105-110. Au Québec, l'article 274 L.V.M. est la base statutaire du pouvoir de la CVMQ d'établir des instructions générales.

196. *Producers Pipelines Inc.*, précité, note 126, 595.

2.2.1.3 Les facteurs exogènes ayant une incidence périphérique sur l'évaluation de la légalité de mesures défensives

Dans l'examen de la légalité des mesures défensives, des considérations extérieures à l'obligation fiduciaire de l'administrateur ou à l'intérêt de l'actionnaire en tant que propriétaire des titres seront susceptibles d'influer sur le tribunal. Deux de ces facteurs font l'objet de la présente section : l'endossement des mesures défensives par des administrateurs externes et la ratification des mesures défensives par les actionnaires.

L'évaluation des mesures défensives par les administrateurs

Sans être décisif, le soutien apporté par l'administrateur indépendant ou externe à une mesure défensive jouera en faveur de sa validation judiciaire. Il est en effet supposé que l'administrateur indépendant ou externe n'a pas d'intérêt personnel dans l'issue du transfert de contrôle et que, par conséquent, le jugement qu'il porte sur l'offre publique d'achat ne subira pas l'influence d'autres considérations que le meilleur intérêt de la société¹⁹⁷. Dans l'affaire *Olympia and York*, le juge Montgomery a d'ailleurs attribué un poids significatif à l'affidavit d'un administrateur indépendant qui affirmait que les actions du conseil d'administration avaient été entreprises dans le meilleur intérêt de la société¹⁹⁸. Cette position s'aligne sur une série de décisions où l'approbation des administrateurs indépendants fut considérée comme un facteur d'importance dans l'évaluation de la légalité de transactions avec des personnes reliées ou d'opérations de fermeture¹⁹⁹.

197. Cette hypothèse est cependant critiquée par les professeurs MacIntosh et Daniels qui sont d'avis que la promiscuité propre à la classe d'affaires canadienne a pour conséquence d'amoindrir l'efficacité de l'institution de l'administrateur indépendant ou externe comme mécanisme de contrôle et de surveillance de la conduite de la société : voir, à ce sujet, R.J. DANIELS et J.G. MACINTOSH, « Toward a Distinctive Canadian Corporate Law Regime », [1991] 29 *Osgoode Hall L.J.* 863, 888-890.

198. *Olympia and York*, précité, note 182, 206.

199. Voir ainsi : *Brant Investments Ltd. c. Keeprite Inc.*, (1991) 3 O.R. (3d) 289 (C.A. Ont.) (ci-après cité : « *Brant Investments Ltd.* ») ; *General Accident Assurance Co. of Canada c. Lornex Mining Corporation Ltd.*, (1988) 40 B.L.R. 299 (H.C.) ; *Canadian Gas and Energy Fund Ltd. c. Sceptre Resources Ltd.*, (1985) 29 B.L.R. 178, 191-192 (Q.B.) ; *Imperial Trust Co. and Taylor Assets (Dominion) Ltd. c. Canbra Foods Ltd.*, (1987) 50 Alta. L.R. (2d) 375 (Alta Q.B.) ; *Westfair Foods Ltd. c. Watt*, (1990) 73 Alta. L.R. (2d) 326 (Q.B.). Dans l'affaire *Brant Investments Ltd.*, précitée, la Cour d'appel de l'Ontario a fait sienne la conclusion du tribunal de première instance concernant l'ampleur et la nature des démarches qu'un comité « indépendant » d'administrateurs externes devrait effectuer avant de prendre une décision ou de faire des recommandations au conseil d'administration de la société en cause. Le juge de première instance s'exprime comme suit (*Re Brant Investments Ltd. and Keeprite Inc.*, (1987), 60 O.R. (2d) 737, 756 (Ont. H.C.), propos retenus par la Cour d'appel de l'Ontario, *Brant Investments Ltd.*, précité,

L'approbation préalable ou la ratification de la mesure défensive par les actionnaires

L'approbation d'une mesure défensive par les actionnaires est-elle une protection contre une attaque concernant sa légalité ? S'appuyant sur la règle de la majorité exprimée dans l'arrêt *Foss v. Harbottle*²⁰⁰, le courant majoritaire dans la jurisprudence britannique soutient la thèse que l'adoption ou la mise en œuvre d'une mesure défensive contraire aux devoirs fiduciaires de l'administrateur peut être ratifiée par l'assemblée des actionnaires et être ainsi soustraite au contrôle judiciaire. La ratification procurera une immunité à la décision du conseil d'administration, même si cette décision est intéressée²⁰¹. Il y a tout lieu de croire que ces principes représentent l'état du droit positif au Canada si tant est que la règle se dégageant de l'arrêt *Foss v. Harbottle* n'est pas déplacée par le régime du recours statutaire de l'actionnaire opprimé²⁰².

Dans un autre ordre d'idée, mentionnons que la Cour d'appel de la Saskatchewan dans l'affaire *Producers Pipelines Inc.* a exprimé l'avis que l'approbation préalable ou la ratification subséquente par les actionnaires d'une mesure défensive est cruciale pour sa légalité. Cette décision ouvre des pistes importantes concernant le lien entre l'approbation par les actionnaires d'une mesure défensive et sa légalité. Du jugement majoritaire de la Cour d'appel de la Saskatchewan, il ressort qu'une mesure défensive dont l'adoption ou la mise en œuvre aura été préalablement approuvée par les actionnaires ou subséquemment ratifiée par ceux-ci aura plus de chances d'être jugée légale. Le tribunal fonde notamment sa position sur l'instruction générale C-38. Rappelons que celle-ci établit que la Commission

317): « In my view, the committee was not thereupon called to make a wide-ranging search for alternatives, or in other words, to determine whether the proposal which had been made was the best possible solution to the problem. Its function was to determine whether the *proposed* transaction was fair and reasonable and of benefit to KeepRite and its shareholders. » Sur la fonction de l'administrateur externe, voir J.G. MACINTOSH, « Corporations », dans LAW SOCIETY OF UPPER CANADA, *Special Lectures, 1990*, Toronto, De Boo, 1991, pp. 241-246.

200. *Foss v. Harbottle*, (1843) 2 Hare 461, 67 E.R. 189.

201. *Bamford c. Bamford*, [1970] Ch. 212 (C.A.); *Hogg v. Cramphorn Ltd.*, précité, note 189, 430; *Mills v. Mills*, (1938) 60 C.L.R. 150 (H.C. australienne); *Winthrop Investments Ltd. c. Winns Ltd.*, [1975] 2 N.S.W.R. 666 (C.A.).

202. Ainsi dans *Teck c. Millar*, précité, note 174, 292-293, le juge Berger cite *Foss v. Harbottle* et sa règle sans les désapprouver. Ses commentaires sont livrés en obiter puisque les actionnaires réunis en assemblée n'ont pas ratifié le contrat en cause et ont approuvé l'institution d'une action en justice par Teck Corporation, ce qui était par ailleurs prévisible puisque cette dernière détenait la majorité des votes. Les motifs du juge Berger laissent cependant croire que la règle de *Foss v. Harbottle* aurait été applicable si l'*ultimate deal* avec Canex avait été ratifié par les actionnaires.

pourra, dans certains cas, considérer comme satisfaisante l'approbation préalable d'une mesure donnée par les actionnaires afin de déterminer si une mesure défensive porte atteinte aux droits des actionnaires²⁰³. Le juge Sherstobitoff est d'avis que l'approbation ou la ratification de la mesure défensive par les actionnaires résout le conflit entre l'intérêt de l'actionnaire à titre de propriétaire des actions et les devoirs fiduciaires de l'administrateur²⁰⁴. L'approche apparaît discutable car le droit de propriété que détient l'actionnaire sur son titre est un droit individuel, alors que la ratification ou l'approbation par l'assemblée des actionnaires relève de la procédure collective.

D'autre part, cette décision significative de la Cour d'appel de la Saskatchewan signale que si l'approbation préalable ou la ratification subséquente par les actionnaires milite en faveur de la légalité d'une mesure défensive, la présomption qui est créée n'est pas absolue²⁰⁵. Dans la saga de l'affaire *Producers Pipelines Inc.*, les actionnaires de la société visée avaient été appelés à se prononcer en assemblée extraordinaire sur une offre publique de rachat, cette offre se révélant un élément de la stratégie défensive du conseil d'administration de la société visée. Le soutien accordé par les actionnaires au projet de la société de racheter ses titres n'empêcha pas le tribunal de conclure à l'illégalité des mesures défensives en cause. La Cour était d'opinion que l'ensemble des tactiques défensives déployées par le conseil d'administration étaient coercitives et ne laissaient aux actionnaires d'autre possibilité que d'approuver ce projet d'offre publique de rachat²⁰⁶.

203. Le recours à une instruction générale pour délimiter les principes de droit corporatif soulève des doutes et a été critiqué : *supra*, note 195 et le texte correspondant.

204. *Producers Pipelines Inc.*, précité, note 126, 595.

205. Il est à noter que cette décision a été rendue dans le contexte du régime statutaire de l'oppression de l'actionnaire contenu dans le *Business Corporations Act* de la Saskatchewan, R.S.S. 1978, c. B-10. Le recours pour oppression prévu dans cette loi est similaire à celui de la L.S.A. et il atténue la rigueur de la règle de l'affaire *Foss v. Harbottle*.

206. Le juge Sherstobitoff s'exprime comme suit (*Producers Pipelines Ltd.*, précité, note 126, 598) : « At the same time as the shareholders were deprived of the right to consider any take-over bid, they were forced to consider authorization of the issuer bid. The effect of these tactics was coercion of the shareholders for the reasons stated in Mr. Ludke's affidavit. In view of the lack of liquidity, due to lack of market for the shares, those shareholders who wanted to realize anything approaching the appraised value of a portion of their shares had no choice but to tender to the issuer bid. While the result would be liquidation of an uncertain number of their shares at appraised value, they would be left with a substantial number of the shares which, if saleable at all, would be saleable at a substantially lesser value. A shareholder seeking some liquidity with the knowledge that take-over bids were effectively prohibited, would have no choice but to authorize the issuer bid and to tender to it. For these reasons, no weight can be given to the shareholder vote authorizing the issuer bid. »

2.2.2 La problématique des mesures défensives examinée dans la perspective du régime statutaire de l'oppression de l'actionnaire

La L.S.A. prévoit dans son article 241 qu'un actionnaire peut s'adresser aux tribunaux pour obtenir le redressement d'une situation abusive ou préjudiciable à ses intérêts provoquée par l'acte de la société, de son conseil d'administration, d'une personne morale de son groupe ou du conseil d'administration de cette dernière. Le législateur fédéral a mis en place ce régime statutaire particulier parce qu'il voulait atténuer la rigueur de la règle de la majorité énoncée dans l'affaire *Foss v. Harbottle* et faire bénéficier l'actionnaire minoritaire d'une protection qui allait au-delà des exceptions à la règle de la majorité façonnées par la jurisprudence. L'article 242 (1) L.S.A. prévoit d'ailleurs que l'approbation par les actionnaires d'un acte ou d'une omission ne peut mettre en échec d'une manière décisive le recours pour oppression. Au fil de ses applications jurisprudentielles, l'article 241 L.S.A. s'est révélé être toutefois davantage qu'un mécanisme procédural destiné à court-circuiter la règle de l'affaire *Foss v. Harbottle*²⁰⁷. Il s'est en effet érigé autour de l'article 241 L.S.A. un véritable régime de droit substantif qui est autonome par rapport au droit commun, même s'il en emprunte plusieurs éléments. Sur le plan du droit substantif, le régime statutaire se démarque notamment du droit commun à deux égards.

D'abord, ce sont les actes ou les omissions abusifs ou préjudiciables aux intérêts de l'actionnaire qui sont susceptibles de déclencher le recours pour oppression de l'article 241 L.S.A. Ce champ est plus étendu que l'ensemble des actes ou des omissions assimilables aux manquements aux devoirs fiduciaires de l'administrateur à l'égard de la société, tout en les incluant²⁰⁸.

207. La règle de l'affaire *Foss v. Harbottle* est procédurale : *Teck c. Millar*, précité, note 174, 292.

208. J.G. MACINTOSH, « The Oppression Remedy : Personal or Derivative ? », (1991) *R. du B. can.* 29, 57 : « The courts have drawn upon the jurisprudence relating to fiduciary duties in interpreting the scope of the oppression remedy, but it is clear that the oppression remedy creates a standard of fair conduct that captures a wider range of conduct than the common law of fiduciary duties. » Dans l'affaire *Producers Pipelines Inc.*, précitée, note 126, 602, la majorité était d'avis qu'un actionnaire empêché par l'adoption d'une mesure défensive de participer à une offre publique d'achat subissait un préjudice lui permettant d'intenter le recours pour oppression de l'actionnaire minoritaire, et ce, même si l'offre ne s'était pas matérialisée ou n'était que pure hypothèse. Les motifs du jugement laissent entendre que le droit de l'actionnaire minoritaire est lié à la nature du préjudice subi et non à un manquement aux obligations fiduciaires de l'administrateur. Dans l'affaire *Sparling c. Royal Trustco. Ltd.*, (1984) 45 O.R. (2d) 484 (C.A. Ont.), confirmée par la Cour suprême du Canada, [1986] 2 R.C.S. 537, la Cour d'appel de

Ensuite, le recours englobe des actes ou des omissions qui ne sont pas empreints de mauvaise foi²⁰⁹, le régime étant centré sur le préjudice subi par l'actionnaire. À ce titre, il est suggéré que le schéma substantif du recours statutaire de l'actionnaire s'étend sur un domaine plus vaste que le critère élaboré dans l'affaire *Teck c. Millar*, dont l'un des principaux axes est la bonne foi de l'administrateur.

Le recours statutaire pour oppression de l'actionnaire peut être utilisé pour contester une mesure défensive en matière d'offre publique d'achat. La décision *Producers Pipelines Inc.* est non équivoque à cet égard. L'auteur de l'offre s'était prévalu de sa qualité d'actionnaire de la société visée pour exercer le recours statutaire pour oppression de l'actionnaire du *Business Corporations Act* de la Saskatchewan, un clone du recours pour oppression de la L.S.A. La requête fut accueillie. La « pilule empoisonnée » fut ainsi neutralisée même s'il était manifeste que la requête véhiculait principalement l'intérêt du pollicitant de réussir son offre publique d'achat plutôt que l'intérêt de l'actionnaire de vendre ses titres dans le cadre de cette offre publique d'achat²¹⁰.

La jurisprudence canadienne se rapportant à la légalité des mesures défensives suggère une identité entre le régime substantif du droit commun et celui qui accompagne le recours statutaire pour oppression de l'actionnaire. Dans une démarche prospective, il ne faudrait cependant pas négli-

l'Ontario n'écarte pas l'emploi du recours statutaire pour oppression de l'actionnaire afin de sanctionner *a posteriori* le défaut du conseil d'administration d'informer les porteurs de titres de la mise en œuvre de tactiques défensives. Pour contrer une offre publique d'achat de Campeau Corporation, le conseil d'administration et la direction de Royal Trustco. avaient approché des sociétés pour qu'elles acquièrent sur le marché des titres de Royal Trustco. Ces sociétés refuseraient de déposer ces titres en réponse à l'offre, ce qui la ferait avorter. En appel sur un moyen préliminaire, la Cour d'appel opina que ces démarches constituaient un fait important et que la circulaire des administrateurs aurait dû en faire état. L'omission pouvait être considérée comme préjudiciable aux intérêts des actionnaires et donner ainsi ouverture au recours statutaire pour oppression de l'actionnaire (p. 493).

209. Le poids de la doctrine et de la jurisprudence favorise cette thèse : Y. LAUZON, « Le recours pour oppression de la loi régissant les sociétés par actions de régime fédéral », (1990) 24 *R.J.T.* 239, 270-271 ; M. MARTEL et P. MARTEL, *op. cit.*, note 161, pp. 798.2-798.4 ; J.G. MACINTOSH, « Bad Faith and the Oppression Remedy : Uneasy Marriage or Amicable Divorce ? », (1990) 59 *R. du B. can.* 276 ; quant à la jurisprudence, voir notamment la décision de la Cour d'appel de l'Ontario dans : *Brant Investments Ltd. c. KeepRite Inc.*, (1991) 3 O.R. (3d) 289, 305 (C.A.), de même que la décision *Producers Pipelines Inc.*, précitée, note 126. Dans cette dernière affaire, la Cour d'appel reconnaît, d'ailleurs, la bonne foi des administrateurs de la société visée (p. 599).
210. *Producers Pipelines Inc.*, précité, note 126, 602. Voir aussi : *Olympia and York*, précité, note 182 ; 820099 *Ontario Inc. c. Harold E. Ballard*, précité, note 189 ; et *Sparling c. Royal Trustco*, précité, note 62.

ger les différences théoriques significatives entre ces deux régimes qui ont été décrites plus haut. Sur le plan procédural, il importe de noter l'écart des règles concernant la ratification ou l'approbation préalable des actionnaires.

2.3 L'actionnaire majoritaire devant une offre publique d'achat

2.3.1 La concentration de la propriété des titres de participation : la spécificité canadienne

Si l'on compare la situation avec celle des États-Unis, le Canada compte beaucoup moins d'entreprises dont le capital-actions est dispersé dans le public. Dans la plupart des sociétés ouvertes canadiennes, un actionnaire principal ou un groupe restreint d'actionnaires détient le contrôle *de jure* ou *de facto*. Selon MacIntosh et Daniels, seulement 14 p. 100 des sociétés de l'index TSE 300 ont un capital-actions dispersé. Dans les autres cas, un seul actionnaire ou un groupe de deux à trois actionnaires prédomine. MacIntosh et Daniels établissent le contraste avec la situation américaine : un recensement effectué sur 500 grandes sociétés américaines indique que 63 p. 100 des sociétés ont un capital dispersé, 18 p. 100 sont contrôlées *de facto* par un actionnaire ou un groupe d'actionnaires restreint, et seulement 12 p. 100 sont contrôlées *de jure* par un actionnaire ou un groupe d'actionnaires²¹¹.

Le haut degré de concentration dans la propriété des actions des sociétés ouvertes explique en partie pourquoi les offres publiques d'achat inamicales sont relativement peu nombreuses au Canada, en tout cas beaucoup moins fréquentes qu'aux États-Unis. Dans le cas de figure typique, l'actionnaire majoritaire aura réussi à nommer la majorité des administrateurs. Bien que ceux-ci aient l'obligation d'agir dans l'intérêt de la société et qu'il leur soit interdit de favoriser l'intérêt de l'actionnaire majoritaire au détriment de l'intérêt de la société²¹², il demeure fort improbable que le conseil d'administration de la société visée s'oppose à une offre publique d'achat agréée par l'actionnaire majoritaire. En fait, deux principaux scénarios se dessinent : le transfert de contrôle fait l'objet de négociations avec l'actionnaire majoritaire ou le conseil d'administration de la société visée et, ultimement, la transaction se déroulera de manière

211. R.J. DANIELS et J.G. MACINTOSH, *loc. cit.*, note 197, 884. Les conclusions de Daniels et MacIntosh s'appliquent aussi à la scène économique québécoise.

212. *Teck c. Millar*, précité, note 174, est un exemple d'une situation où il a été jugé que l'intérêt de la société était opposé à l'intérêt de l'actionnaire majoritaire. Le juge Berger exprime l'opinion que les administrateurs ne sont pas des « agents bound to accede to the directions of the majority of the shareholders » (p. 330). Voir aussi *Développements Urbains Candiac c. Combest*, [1993] R.J.Q. 1321 (C.A.).

amicale ; ou celui qui souhaite acquérir la société se heurte au refus de l'actionnaire majoritaire de vendre ses titres et renonce à l'opération.

2.3.2 L'offre publique d'achat et l'opportunisme de l'actionnaire majoritaire

Lorsqu'une offre publique d'achat est lancée sur une société dont le capital est dispersé, il existe un risque que les dirigeants fassent passer leurs intérêts personnels avant ceux de l'actionnariat. Plus précisément, la direction d'une société pourrait manœuvrer de manière à écarter une offre publique d'achat maximisant la valeur immédiate pour l'ensemble des actionnaires, de crainte que le transfert de contrôle ne lui fasse perdre statut et pouvoirs au sein de la société. La potentialité pour ce type de conflit d'intérêts est élevée dans les sociétés où il y a un clivage net entre la propriété et le contrôle. Le problème se présente toutefois avec moins d'acuité dans les sociétés contrôlées par une personne ou un groupe restreint de personnes. L'offre publique d'achat sur les titres d'une société où propriété et contrôle convergent soulève plutôt un autre type de problématique, soit celle de l'encadrement de l'actionnaire majoritaire. Celui-ci est en effet dans une position lui permettant d'exploiter l'offre publique d'achat au détriment des actionnaires minoritaires ou d'autres groupes intégrés à la société. L'opportunisme de l'actionnaire majoritaire est certes vigoureusement restreint par la réglementation des valeurs mobilières, dont les dispositions sur les offres publiques d'achat enchâssent fermement le principe de l'égalité de traitement des porteurs de titres. Sa manifestation n'est cependant pas exclue, comme le suggèrent les deux illustrations suivantes, tirées de l'actualité récente.

2.3.2.1 La bataille de Provigo

L'épisode se déroule du mois de décembre 1992 au mois de mars 1993 et met en cause la société Univa, un des géants de l'alimentation au Québec²¹³. Cette société possède notamment les supermarchés Provigo. Le président du conseil d'Univa, Bertin Nadeau, contrôlait 26 p. 100 des actions d'Univa, par l'entremise de la société Unigesco. Univa comptait deux autres actionnaires principaux, soit Empire (25 p. 100 des actions participantes) et la Caisse de dépôt et placement du Québec (14 p. 100 des actions participantes). M. Nadeau souhaitait se départir de son bloc de

213. Sur cette affaire, voir F. RIVERIN, « La transaction Blackstone-Unigesco : rien ne garantit que le contrôle d'Univa va revenir au Québec », *Les Affaires*, 20 février 1993, pp. 2-3 ; V. BEAUREGARD et R. LE COURS, « Les hauts et les bas d'Univa », *La Presse*, 26 février 1993, p. B-1 ; M. TREMBLAY, « À qui Blackstone revendra-t-il Provigo ? », *La Presse*, 10 février 1993, p. D-1.

contrôle : sa société Unigesco traversait de sérieuses difficultés financières et il comptait la renflouer en vendant les titres d'Univa. Unigesco engagea des négociations avec une banque d'affaires américaine, Blackstone, et un projet de réorganisation fut élaboré. Selon les conditions du projet d'entente, Univa se retrouverait détenue à 80 p. 100 par Blackstone et à 20 p. 100 par Unigesco pour une période de trois ans. De la quatrième à la septième année, Blackstone revendrait sa participation dans Univa en émettant des actions subalternes d'Univa dans le public. Unigesco aurait alors 20 p. 100 du capital d'Univa et la majorité des droits de vote dans Univa.

Cette opération fut vigoureusement combattue par la Caisse de dépôt et placement. Dans les milieux politiques et les médias, elle fut aussi durement critiquée. Avec cette opération, le contrôle du géant agro-alimentaire se situait, en effet, à l'extérieur du Québec. De plus, on craignait que l'opération ne menace un nombre important de fournisseurs québécois²¹⁴.

Si Unigesco était dans une situation financière précaire, Univa et les magasins d'alimentation qu'elle contrôlait jouissaient d'une excellente santé financière.

Devant l'intransigeance de la Caisse de dépôt et placement et les remous provoqués par le projet dans l'opinion publique, Blackstone retira l'offre. Dans cette affaire, on peut faire valoir que Bertin Nadeau se trouvait dans une situation de conflit d'intérêts potentiel. Comme actionnaire et dirigeant d'Unigesco, il avait intérêt à se départir de son bloc d'actions d'Univa. Par contre, il n'était pas acquis que le meilleur intérêt de la société Univa commandait d'endosser l'opération, surtout si l'on considère que la recherche du meilleur intérêt de la société va plus loin que la maximisation de la valeur immédiate pour les actionnaires et nécessite un examen de l'incidence de l'opération sur des groupes autres que l'actionnariat, notamment les fournisseurs de l'entreprise²¹⁵.

214. R. LECOURS, « La Caisse juge illégale la proposition Blackstone-Unigesco », *La Presse*, 5 mars 1993, p. B-1 ; D. LESSARD, « Vente de Provigo : Parizeau veut des garanties », *La Presse*, 11 février 1993, p. A-9 ; M. TREMBLAY, « Un coup de poker pour le Québec », *La Presse*, 16 janvier 1993, pp. C1-C2.

215. Position, rappelons-le, adoptée par le juge Berger dans l'affaire *Teck c. Millar*, précitée, note 174, 314-315, de même que par les tribunaux du Delaware dans les affaires *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, précitée, note 167, 955 et *Re Time Incorporated Shareholders Litigation*, précitée, note 167, 248. Sur cette question du meilleur intérêt de la société, voir M. LIZÉE, « Le principe du meilleur intérêt de la société commerciale en droit anglais et comparé », [1989] 34 *McGill L.J.* 653. Après une revue du droit anglais, américain, canadien, français et allemand, l'auteur se prononce en faveur du principe de la finalité institutionnelle de la société commerciale. Il est d'avis que la société commerciale a une finalité autonome et distincte, qui inclut mais dépasse l'intérêt de ses actionnaires.

2.3.2.2 L'affaire Cascades-Rolland

Le 29 septembre 1992, Cascades Inc. lançait une offre publique d'achat visant exclusivement les actions de catégorie B de Rolland Inc. Le capital de participation de Rolland Inc. se composait alors de deux catégories d'actions, les actions de catégorie A et les actions de catégorie B. À toutes fins utiles, les actions de catégorie A et celles de catégorie B avaient les mêmes droits quant à la participation dans les bénéfices et le partage de l'actif en cas de liquidation ou de dissolution. Les actions de catégorie A étaient cependant sans droit de vote, alors que les actions de catégorie B comportaient un droit de vote. La famille Rolland détenait directement ou indirectement la majorité des actions de catégorie B, ce qui lui donnait le contrôle de la société. Cascades Inc. offrait d'acquérir l'action de catégorie B à 21 \$, alors qu'elle était négociée sur le marché boursier à 6 \$. Des porteurs d'actions de catégorie A intentèrent un recours pour abus de l'actionnaire minoritaire en vertu de la L.S.A.²¹⁶. Les statuts constitutifs prévoyaient que l'action de catégorie A donnerait un droit de vote dans l'éventualité où Rolland Inc. se trouverait en défaut de payer les dividendes sur les actions de catégorie A pendant deux années consécutives. Or en 1990, Rolland Inc. n'avait payé aucun dividende sur les actions de catégorie A, même si la société avait fait des bénéfices nets d'environ un million et demi de dollars. Pour 1991, un dividende symbolique de 5 ¢ par action de catégorie A avait été versé, alors que la société avait enregistré pour cette année-là une perte nette de 7 727 000 \$. Les requérants alléguaient que ce dividende symbolique avait été payé dans le seul but de priver les porteurs d'actions de catégorie A de l'exercice de leur droit de vote. On soutenait que cette manœuvre constituait un abus des droits des porteurs d'actions de catégorie A, notamment parce qu'elle avait pour conséquence d'enlever à l'action de catégorie A tout attrait en cas d'offre publique d'achat et parce qu'elle permettait aux porteurs des actions de catégorie B de s'accaparer l'ensemble de la prime de contrôle.

Il n'y a pas eu de décision rendue au fond sur cette requête, un règlement étant intervenu. L'offre publique d'achat de Cascades Inc. a par ailleurs été couronnée de succès.

216. Voir F. RIVERIN, « L'offre de Cascades ne protège pas les actionnaires minoritaires de Rolland », *Les Affaires*, 10 octobre 1992, p. 7 ; une requête en vertu de l'article 241 de la *Loi sur les sociétés par actions*, L.R.C. (1985), c. C-44 (ci-après citée : « L.S.A. »), a été présentée par des actionnaires minoritaires, Corporation financière du Saint-Laurent et Placements collectifs du Saint-Laurent ; dans un jugement rendu le 19 octobre 1992, la Cour supérieure a rejeté une requête en irrecevabilité présentée par Rolland Inc. et Cascades Inc. ; voir *Corporation financière du Saint-Laurent et al. c. Rolland Inc.*, C.S. Montréal, n° 500-05-015356-924, 19 octobre 1992 (ci-après cité : « *Cascades-Rolland* ») ; l'affaire a finalement été réglée hors cour.

Il serait hors de propos, pour ne pas dire carrément déplacé, de porter un jugement sur la qualité éthique des agissements des acteurs de ces épisodes, ou de spéculer sur les intentions réelles qui les animaient. La doctrine n'est pas investie de la mission des cours de justice, ni de celle du confessionnal. Au-delà de ces considérations, ces deux affaires mettent en relief la position de force occupée par l'actionnaire majoritaire dans le contexte d'une offre publique d'achat : pour un acquéreur éventuel, c'est lui et non le conseil d'administration de la société visée qui est l'interlocuteur privilégié ; de plus, l'emprise formelle et informelle qu'il exerce sur le conseil d'administration lui permet d'avoir une influence à son avantage sur la mise en scène de l'offre publique d'achat. La position de force de l'actionnaire majoritaire est en relation directe avec la vulnérabilité des actionnaires minoritaires et d'autres groupes intégrés à la société, mais éloignés des centres décisionnels. Dans le contexte d'une offre publique d'achat sur les actions d'une société avec actionnaire majoritaire, ce n'est pas tant la relation entre le conseil d'administration et l'actionnariat comme corps global qui est soumise à une tension que les rapports entre, d'une part, l'actionnaire majoritaire et, d'autre part, les actionnaires minoritaires et les autres groupes gravitant dans l'orbite de la société.

2.3.3 Les paramètres juridiques relatifs à l'encadrement de l'actionnaire majoritaire en situation d'offre publique d'achat

À l'égard du cas de l'actionnaire majoritaire aux prises avec une offre publique d'achat, le droit est diffus et reflète un effort d'arbitrage entre deux intérêts en opposition : d'un côté, l'intérêt inhérent à la qualité de propriétaire du bloc de contrôle et, d'un autre côté, l'intérêt associé à l'exercice du contrôle de la société. La doctrine traditionnelle et majoritaire autorise le propriétaire d'actions à disposer de ses titres en fonction d'un calcul strictement personnel. Il jouirait à cet égard d'une latitude quasi absolue. En revanche, l'exercice du contrôle s'effectue à l'intérieur des obligations fiduciaires ou de loyauté de l'administrateur à l'égard de la société et doit être aiguillé sur la recherche des meilleurs intérêts de la société.

Très majoritairement, les tribunaux canadiens ne reconnaissent pas l'existence d'une relation fiduciaire entre l'actionnaire majoritaire et l'actionnaire minoritaire²¹⁷. La spécificité civiliste du Québec ne l'amène pas à

217. M. MARTEL et P. MARTEL, *op. cit.*, note 161, p. 369 ; J.S. ZIEGEL, R.J. DANIELS, D.L. JOHNSTON et J.G. MACINTOSH, *op. cit.*, note 161, t. 2, pp. 687-691. Pour la jurisprudence, voir : *Brant Investments Ltd. c. Keeprite Inc.*, (1991) 3 O.R. (3d) 289, 301 (C.A. Ont.). Dans la même veine, voir *Bell c. Source Data Control Ltd.*, 66 O.R. (2d) 78

faire bande à part²¹⁸ et, de toute façon, on s'interroge sur la façon dont la relation fiduciaire entre actionnaire majoritaire et actionnaire minoritaire serait reproduite dans le modèle civiliste du mandat. Aux États-Unis, le rapport fiduciaire entre actionnaire majoritaire et actionnaire minoritaire est solidement installé dans la jurisprudence. Il est dommage que, sur ce chapitre, le droit canadien s'écarte du droit américain : dans le schéma d'une OPA portant sur une société avec actionnaire majoritaire, ce type de rapport fiduciaire réduirait la vulnérabilité de l'actionnaire minoritaire. La doctrine n'a d'ailleurs pas manqué de souligner combien il est paradoxal que, contrairement à la situation qui existe aux États-Unis, l'actionnaire majoritaire d'une société canadienne ne soit pas assujéti à des obligations fiduciaires à l'égard des actionnaires minoritaires, alors que la propriété du capital-actions est en règle générale plus concentrée au Canada qu'aux États-Unis²¹⁹.

C'est par le prisme des obligations fiduciaires de l'administrateur à l'égard de la société que le droit corporatif canadien appréhende le conflit d'intérêts entre l'actionnaire majoritaire et les actionnaires minoritaires. L'obligation de l'administrateur d'agir de bonne foi et dans l'intérêt de la société a ainsi été assimilée à la recherche de l'intérêt de tous les actionnaires, sans que les intérêts d'une faction puissent prévaloir sur ceux des autres actionnaires²²⁰. Le cas particulier de l'opportunisme de l'actionnaire majoritaire en situation d'offre publique d'achat a été examiné par la Cour d'appel du Québec dans l'affaire *Développements urbains Candiac Inc. c. Combest*²²¹. La société Combest avait présenté une requête pour obtenir la liquidation de la société Développements urbains Candiac Inc.²²². Elle invoquait notamment des irrégularités et des illégalités commises à l'oc-

(C.A. Ont.), où la majorité du banc de la Cour d'appel de l'Ontario rejette la thèse que, dans l'espèce, l'actionnaire majoritaire est tenu à un devoir fiduciaire à l'égard des actionnaires minoritaires. Le juge Cory est dissident : il aurait, quant à lui, favorisé le modèle de la relation fiduciaire entre l'actionnaire majoritaire et les porteurs minoritaires, bien qu'on puisse soutenir qu'il ait voulu limiter la portée de son raisonnement aux sociétés fermées.

218. M. MARTEL et P. MARTEL, *op. cit.*, note 161, pp. 369 et 798.5.

219. J.G. MACINTOSH, « Corporations », dans LAW SOCIETY OF UPPER CANADA, *Law Society of Upper Canada Special Lectures, 1990*, Toronto, De Boo, 1991, pp. 189-273 ; J.G. MACINTOSH, J. HOLMES et S. THOMPSON, « The Puzzle of Shareholder Fiduciary Duties », (1991) 19 *Can. Bus. L.J.* 86 ; R.J. DANIELS et J.G. MACINTOSH, « Toward a Distinctive Canadian Corporate Law Regime », (1991) 29 *Osgoode Hall L.J.* 863.

220. *Palmer c. Carling O'Keefe*, (1989) 67 O.R. (2d) 161, 168 (Div. Ct.) : le juge Southey est d'avis que l'intérêt de la société correspond aux intérêts de « all of the shareholders, taking no one sectional interest to prevail over the others ».

221. *Développements urbains Candiac Inc.*, précité, note 162.

222. Ci-après citée : « Candiac ».

casion d'une offre publique d'achat par laquelle l'un des actionnaires, Unahl, avait réussi à s'accaparer le contrôle de Candiac. Avant le lancement de l'offre publique d'achat, Unahl détenait 47 p. 100 des actions ordinaires de Candiac. Le président et le vice-président de Candiac siégeaient au conseil d'administration d'Unahl.

La requérante soutient que le prix de l'offre publique d'achat était inférieur à la valeur réelle des actions de Candiac. Plus précisément, elle se plaint d'irrégularités et d'illégalités de deux ordres. D'abord, elle reproche à la direction de Candiac d'avoir profité de la continuation de la société en vertu de la partie 1A de la *Loi sur les compagnies du Québec*²²³ pour insérer dans les statuts de continuation une disposition assujettissant tout transfert d'actions à l'obligation d'obtenir le consentement des administrateurs. Cette restriction avait été insérée dans les statuts de continuation de la société alors que le conseil d'administration était au fait qu'une offre publique d'achat était imminente. On soutenait que cette restriction réduisait la valeur des actions et rétrécissait la latitude du détenteur de refuser de déposer ses titres dans le cadre de l'offre publique d'achat qui se préparait. Par ailleurs, la requérante reprochait à la direction de Candiac d'avoir caché certains renseignements aux personnes chargées d'évaluer, pour l'offre publique d'achat, les terrains appartenant à la société. Il en résultait que l'évaluateur se trouvait à sous-estimer considérablement la valeur de ces terrains, qui constituaient les principaux actifs de Candiac. Le porteur de titres avait donc l'illusion que le prix offert par l'initiateur était singulièrement généreux.

La Cour d'appel, dans une décision unanime rédigée par la juge Rousseau-Houle, confirma le jugement de première instance qui avait accueilli la requête. La décision est fondée sur l'article 24 de la *Loi sur la liquidation des compagnies*²²⁴ qui autorise la liquidation d'une société pour des motifs justes et équitables. La juge Rousseau-Houle livre cependant certains commentaires sur l'obligation de loyauté de l'administrateur : en *obiter*, elle assimile la conduite des dirigeants de la société Candiac à l'occasion de l'OPA à un manquement à leur obligation de loyauté envers la société. Ceux-ci auraient agi hors du cadre de la légalité en facilitant une prise de contrôle au détriment des actionnaires minoritaires²²⁵.

Pour contrer l'actionnaire majoritaire dans un contexte d'offre publique d'achat, l'actionnaire minoritaire peut tirer avantage du régime statu-

223. *Loi sur les compagnies du Québec*, L.R.Q., c. C-38, telle que modifiée.

224. *Loi sur la liquidation des compagnies*, L.R.Q., c. L-4, telle que modifiée.

225. *Développement urbains Candiac Inc.*, précité, note 162, 1330.

taire de l'oppression de l'actionnaire²²⁶. Il devra cependant établir que l'acte ou l'omission abusif à son égard ou préjudiciable à ses intérêts provient de la société visée, d'une personne morale de son groupe ou du conseil d'administration de l'une ou l'autre.

2.4 La protection juridique de l'actionnaire minoritaire dans le cas d'une offre publique d'achat suivie d'une fusion ou d'une opération de fermeture

Une stratégie couramment utilisée consiste à faire suivre une offre publique d'achat d'une opération de fermeture ou d'une fusion. C'est l'offre en deux étapes.

Dans une offre en deux étapes, l'actionnaire minoritaire est vulnérable durant la seconde étape : l'expulsion le guette et la contrepartie offerte peut être inférieure à ce qui a été versé aux actionnaires ayant déposé les titres au moment de l'offre publique d'achat. Le risque de traitement discriminatoire associé à la stratégie en deux étapes se traduit par de la coercition à l'égard des porteurs de titres à l'occasion de l'offre publique d'achat : des actionnaires déposeront leurs titres de crainte de recevoir une contrepartie moindre à la seconde étape, et ce, même s'ils sont d'avis que le prix offert ne reflète pas la valeur réelle de la société.

Chez notre voisin du Sud, les stratégies défensives ont en grande partie été justifiées par la nécessité de contrer ce genre de manœuvre coercitive.

Au Québec, l'acquisition en deux étapes est principalement régie par l'instruction générale Q-27. Comme on le verra maintenant, elle est aussi encadrée par le droit corporatif.

2.4.1 Le mécanisme de l'acquisition forcée

L'article 206 L.S.A. a pour objet l'offre publique d'achat portant sur la totalité des actions d'une catégorie et ayant fait l'objet d'une acceptation par les détenteurs d'au moins 90 p. 100 des actions de la catégorie en cause. Le calcul exclut les titres détenus directement et indirectement par le pollicitant, les personnes morales de son groupe ou les personnes qui ont des liens avec lui, à la date de l'offre²²⁷. En vertu de l'article 206 L.S.A., le

226. Art. 241 L.S.A. La *Loi sur les compagnies du Québec* ne prévoit pas de recours statutaire pour oppression de l'actionnaire.

227. La rédaction de l'article 206 (2) L.S.A. est ambiguë et donne lieu à plusieurs interprétations quant à la façon d'effectuer le calcul. L'hypothèse la plus crédible est que le législateur fédéral a voulu codifier l'arrêt *Esso Standard (Inter-America Inc.)* c. *J.W. Enterprises Ltd.*, [1963] R.C.S. 144. Cette affaire mettait en cause l'ancien article 128 de

pollicitant peut exiger des porteurs de titres dissidents qu'ils lui vendent leurs actions aux conditions de l'offre publique d'achat. Par ailleurs, le « pollicité » dissident peut demander le paiement de la juste valeur des titres, qui sera fixée par le tribunal.

Un mécanisme d'acquisition forcée existe aussi dans la *Loi sur les compagnies du Québec*, à son article 51. Il est déclenché par une offre d'acquisition sur toutes les actions d'une catégorie donnée, acceptée par les détenteurs de 90 p. 100 des actions de cette catégorie. Il permet à l'auteur de l'offre d'acquérir les actions restantes aux conditions de l'offre. Contrairement à ce qui se passe avec la L.S.A., il n'est pas loisible à l'actionnaire dissident de demander au tribunal de fixer la juste valeur de ses titres.

Dans l'affaire *Burdon c. Zeller's*²²⁸, la Cour supérieure du Québec était appelée à examiner les doléances d'un actionnaire minoritaire qui contestait un projet de fusion entre Zeller's et une filiale à part entière de la société La Baie. Cette dernière avait d'abord lancé une offre publique d'achat sur la société Zeller's, à la suite de laquelle elle détenait 59 p. 100 des actions de la société Zeller's. La société La Baie n'avait jamais caché ses intentions de fermer le capital de la société Zeller's. Elle ne possédait cependant pas assez d'actions pour recourir au mécanisme d'acquisition forcée de ce qui était alors la *Loi sur les sociétés commerciales canadiennes*. La société La Baie opta donc pour un projet de fusion, dont la conséquence était la mainmise de La Baie sur toutes les actions ordinaires de la nouvelle société. Les actionnaires minoritaires de la société Zeller's se voyaient offrir de l'argent liquide ou des actions privilégiées sans droit de vote et convertibles de la société La Baie.

La Cour supérieure accueillit le recours pour oppression de l'actionnaire et prononça une injonction permanente pour bloquer la fusion. Le juge Bisailon exprima l'avis que l'acquisition forcée est la seule voie pour absorber les actionnaires minoritaires n'ayant pas déposé leurs titres dans le cadre d'une offre publique d'achat. La fusion ne pourrait donc pas être

la *Loi sur les sociétés commerciales canadiennes* (ci-après citée : « L.S.C.C. »), qui disposait que lorsqu'une offre publique d'achat a été acceptée par les détenteurs d'au moins 90 p. 100 des actions, le pollicitant peut contraindre les autres actionnaires à lui vendre leurs titres. Standard Oil détenait 96 p. 100 des actions d'International Petroleum et souhaitait en acquérir la totalité. Par l'intermédiaire d'une filiale, elle fit une offre publique d'achat sur les actions d'International Petroleum qui fut bien évidemment acceptée par Standard Oil. Le mécanisme de l'article 128 L.S.C.C. fut alors mis en branle pour forcer les actionnaires minoritaires à vendre leurs titres. La Cour suprême refusa cette utilisation de l'article 128 L.S.C.C., au motif que le pollicitant et le détenteur du bloc de contrôle n'étaient pas des entités indépendantes.

228. *Burdon c. Zeller's*, (1981) 16 B.L.R. 59 (C.S.).

utilisée pour fermer le capital d'une société à la suite d'une offre publique d'achat. Le juge Bisailon ajoute ce qui suit²²⁹ :

Si la Cour permettait la fusion proposée, il en résulterait que le procédé énoncé à l'article 199 de la Loi ne voudrait rien dire et serait inutile, car, alors, les actionnaires majoritaires ne l'utiliseraient jamais lorsque avec le procédé de fusion, on obtient le même résultat mais avec l'assentiment, dans le présent cas, de seulement 50 % des actions.

Le législateur n'a certainement pas édicté les articles 175 à 177 de la Loi et réglementant la fusion de compagnies pour contourner l'article 199 de la même Loi.

C'est pourquoi la Cour ne permettra pas aux intimées de faire indirectement ce que La Baie n'a pu réussir directement lors de son offre d'achat visant à mainmise.

La décision *Burdon c. Zeller's* apparaît comme un cas isolé ; il est loin d'être acquis qu'elle représente l'état du droit positif au Québec et au Canada.

2.4.2 Le droit à la dissidence de l'actionnaire

Suivant l'article 190 de la L.S.A., l'actionnaire peut exprimer sa dissidence à l'endroit d'un projet de fusion et exiger de la société qu'elle lui rembourse ses titres à leur juste valeur. En cas de différend entre le conseil d'administration et l'actionnaire dissident sur la juste valeur des actions, le tribunal tranchera²³⁰. Il n'y a pas de raison de croire que la « juste valeur » de l'article 190 L.S.A. soit différente de la « juste valeur » de l'article 206 de la même loi. Dans le régime de l'article 206 L.S.A., il y a une présomption que la « juste valeur » est minimalement le prix de l'offre. Non seulement n'y a-t-il pas de cas recensé où la juste valeur aurait été fixée en deçà du prix de l'offre²³¹, mais cette situation serait difficile à concilier avec l'esprit et la lettre des articles 206 (3) (c) et 206 (9) L.S.A. En effet, il ressort de ces dispositions qu'il appartient au « pollicité » dissident de choisir entre le prix de l'offre et la juste valeur. S'il opte pour la juste valeur, c'est qu'il s'attend qu'elle lui soit plus avantageuse que le prix de l'offre²³².

En cas d'ambiguïté, l'article 190 L.S.A. doit être interprété de manière à favoriser la protection de l'actionnaire minoritaire²³³. De plus, l'action-

229. *Id.*, 63.

230. Art. 190 (15)-190 (16) L.S.A.

231. J.G. MACINTOSH, *loc. cit.*, note 130, 300.

232. Dans *Cyprus Anvil Mining Corp. c. Dickson*, (1982) 20 B.L.R. 21 (B.C.S.C.), le juge McEachern décide que le prix de l'offre publique d'achat est, dans l'espèce, la juste valeur minimale. Dans la même veine, voir *Re Whitehorse Copper Mines Ltd.*, (1980) 10 B.L.R. 113 (B.C.S.C.).

233. *Jepson c. Canadian Salt Co.*, (1979) 7 B.L.R. 181 (Alta. S.C.); *Les investissements Mont-Soleil Inc. c. National Drug Limited*, (1982) 22 B.L.R. 139 (C.S.).

naire peut faire valoir son droit à la dissidence tout en exerçant le recours statutaire pour oppression²³⁴. La *Loi sur les compagnies* du Québec ne donne pas à l'actionnaire dissident un droit similaire à celui qui est prévu par l'article 190 L.S.A.

2.4.3 Le recours statutaire pour oppression de l'actionnaire

L'actionnaire d'une société de régime fédéral peut attaquer une fusion au moyen du recours statutaire pour oppression de l'actionnaire minoritaire. Il devra alors établir que le projet de fusion est abusif à son égard, porte atteinte à ses intérêts ou n'en tient pas compte.

On l'a vu, cette stratégie a été couronnée de succès dans l'affaire *Burdon c. Zeller's*. Elle a aussi conduit à des injonctions interlocutoires dans les affaires *Alexander c. Westeel-Rosco Ltd.*²³⁵ et *Carlton Realty Co. Ltd. c. Maple Leaf Mills Ltd.*²³⁶. Si dans l'affaire *General Accident Assurance Company of Canada c. Lornex Mining Corporation*²³⁷, le tribunal a rejeté le recours pour oppression intenté par un actionnaire minoritaire en vertu de l'*Ontario Business Corporation Act*²³⁸ et a cautionné le projet de fusion, il a néanmoins livré le commentaire suivant²³⁹:

I accept the proposition that where a compulsory acquisition of shares results in differing treatment within the same class of shareholder the result constitutes some evidence that the interests of the shareholder not receiving participating (voting) shares is unfairly prejudiced or disregarded. (I assume non-compliance with s. 189.) No person should lightly be deprived of his property, albeit the property involves shares held merely for investment purposes.

La décision *Re Palmer and Carling O'Keefe Breweries of Canada Ltd.*²⁴⁰ a renforcé la crédibilité du recours statutaire pour oppression de l'actionnaire comme véhicule de blocage d'une fusion. La société I.X.L., filiale à part entière de la société australienne Elders, fit l'acquisition, par la voie d'une offre publique d'achat, de la totalité des actions ordinaires de la société *Carling O'Keefe Limited* (COL). Cette dernière détenait à part entière la société *Carling O'Keefe Breweries* (COB). Après cette acquisi-

234. M. MARTEL et P. MARTEL, *op. cit.*, note 161, 794; *Ferguson c. Imax Systems Corporation*, (1981) 12 B.L.R. 209 (H.C.J.); *Brant Investments Ltd. c. KeepRite Inc.*, (1991) 3 O.R. (3d) 289 (C.A. Ont.).

235. *Alexander c. Westeel-Rosco Ltd.*, (1978) 4 B.L.R. 313 (H.C.).

236. *Carlton Realty Co. Ltd. c. Maple Leaf Mills Ltd.*, (1978) 4 B.L.R. 300 (H.C.).

237. *General Accident Assurance Company of Canada c. Lornex Mining Corporation*, (1988) 40 B.L.R. 299 (H.C.) (ci-après cité: « *General Accident Assurance* »).

238. *Ontario Business Corporation Act*, 1982, S.O. 1982, c. 4.

239. *General Accident Assurance*, précité, note 237, 304-305.

240. *Re Palmer and Carling O'Keefe Breweries of Canada Ltd.*, (1989) 67 O.R. (2d) 161 (H.C.) (ci-après cité: « *Palmer and Carling* »).

tion, COL proposa de modifier ses statuts constitutifs de manière à racheter les actions privilégiées à un prix au-dessus de la valeur marchande du titre mais inférieur au prix de rachat existant. La proposition fut battue. On revint à la charge avec un projet de fusion verticale simplifiée²⁴¹ entre COL, I.X.L. et COB. La fusion entraînait l'échange des actions privilégiées de COL contre des actions privilégiées d'une nouvelle société, issue de la fusion. Un groupe de détenteurs d'actions privilégiées contesta cette fusion au motif qu'ils se trouvaient à assumer une dette supplémentaire de 400 millions de dollars, sans qu'il leur soit versé une compensation quelconque en retour. Le tribunal accueillit le recours statuaire pour oppression des détenteurs d'actions privilégiées et ordonna à la société issue de la fusion de racheter les actions privilégiées. Le tribunal exprima l'avis que l'approbation de la fusion par les administrateurs de COL était préjudiciable aux intérêts des actionnaires ; il alla même plus loin et suggéra que les administrateurs de COL avaient manqué à leurs obligations fiduciaires et en particulier au « duty to act for the benefit of the company as a whole²⁴² ». L'approbation de la fusion par les administrateurs de COL fut condamnée même si l'arrangement prévoyait la conclusion d'un accord parallèle²⁴³ en vertu duquel la société Elders s'engageait à fournir, au besoin, les fonds nécessaires au paiement des dividendes sur les actions privilégiées et à racheter ces actions en cas de liquidation ou de dissolution de la nouvelle société. Par ailleurs, le tribunal n'accorda pas de poids au fait que l'agence de crédit Canadian Bond Rating Services avait révisé à la hausse la cote de l'action privilégiée à la suite de la fusion.

Conclusion

Les règles de droit applicables à l'offre publique d'achat en territoire québécois s'insèrent aisément dans l'ensemble nord-américain, ce qui n'est pas particulièrement surprenant puisqu'elles s'inspirent d'un système de valeurs et d'objectifs similaire à ce qui sous-tend l'incontournable référence américaine. Malgré cela, le droit québécois de l'offre publique d'achat est marqué par certaines spécificités. En guise de conclusion, nous nous proposons de reprendre un certain nombre d'idées qui devraient mettre en relief le caractère distinct du cas de figure québécois.

Dans un premier temps, nous soulignerons le particularisme constitutionnel canadien. Son développement dans la sphère de l'offre publique d'achat se traduit par la prédominance de la compétence provinciale et a

241. La fusion verticale simplifiée ne requiert pas l'approbation des actionnaires : *Ontario Business Corporations Act*, précité, note 238, c. 4, tel que modifié dans l'article 176 (1).

242. *Palmer and Carling*, précité, note 240, 172.

243. L'expression se dit en anglais « *support agreement* ».

conduit à une segmentation de la réglementation de l'offre publique d'achat sur le territoire canadien. Les efforts mis en œuvre en vue d'instituer une réglementation uniforme à travers le Canada ont toutefois contribué à atténuer les effets pervers de cette multiplicité juridictionnelle. Somme toute, les praticiens semblent s'accommoder de cette pluralité de régimes et les commissions des valeurs mobilières canadiennes ont évité de sombrer dans le kafkaïsme.

La vaste discrétion dont jouit l'autorité administrative est un autre trait significatif des cadres juridiques canadiens et, en particulier, du système réglementaire québécois. Cette discrétion s'exerce non seulement dans l'application de la loi, mais aussi dans son interprétation et à un certain degré dans les exercices de délimitation du domaine de l'offre publique d'achat. Selon les professeurs Daniels et MacIntosh, les pouvoirs discrétionnaires des commissions des valeurs mobilières canadiennes seraient beaucoup plus étendus que ceux de la Securities Exchange Commission américaine²⁴⁴. Cette vaste discrétion s'exprime notamment à travers la doctrine de l'intérêt public et atteint son paroxysme dans le principe, maintenant consacré, que les commissions des valeurs mobilières canadiennes ont la faculté d'interdire des opérations sur valeurs et d'empêcher le déroulement d'une offre publique d'achat même en l'absence de contravention à la loi, au règlement ou aux instructions générales. S'il n'est pas disputé que cette discrétion administrative engendre une onde d'imprévisibilité, il reste que ce facteur force l'autodiscipline des acteurs d'une offre publique d'achat et les amène à remettre en question des comportements localisés à la frontière de l'éthique ou fort discutables sur le plan des valeurs que la législation sur les valeurs mobilières cherche à promouvoir.

Il mérite d'être mentionné, en troisième lieu, que la L.V.M. fournit une définition relativement précise de l'offre publique d'achat. À cet égard, la loi québécoise se démarque du *Williams Act* américain, qui ne contient pas de définition de l'offre publique d'achat. Il résulte de cette définition que les hésitations et les controverses de la jurisprudence américaine concernant la portée du concept d'offre publique d'achat ne sont pas transposables en droit québécois.

Le système de réglementation des offres publiques d'achat issu de la L.V.M. se trouve fortement imprégné du principe de l'égalité de traitement des porteurs de titres. Ce principe est joué sur plusieurs gammes ; il s'est notamment traduit par une prohibition très sévère des ententes de blocage

244. R.J. DANIELS et J.G. MACINTOSH, *loc. cit.*, note 197, 898 ; voir aussi J.G. MACINTOSH, J. HOLMES et S. THOMPSON, « The Puzzle of Shareholder Fiduciary Duties », [1991] *Can. Bus. L.J.* 86, 124.

introduisant une inégalité entre les porteurs. Par le déploiement de ce principe égalitariste, le législateur et la CVMQ cherchent surtout à protéger les droits de l'actionnaire minoritaire, dont la vulnérabilité est accentuée par la concentration de la propriété du capital-actions des sociétés québécoises et canadiennes.

Concernant les mesures défensives en matière d'offre publique d'achat, il faut tout d'abord rappeler que celles-ci sont utilisées moins fréquemment au Québec et au Canada qu'aux États-Unis et que les techniques retenues à des fins défensives au Québec et au Canada sont moins spectaculaires que chez leur voisin du Sud. Par ailleurs, l'approbation des mesures défensives par les actionnaires s'est érigée en pratique au Canada.

Sur le chapitre des mesures défensives en matière d'offre publique d'achat, les commissions des valeurs mobilières canadiennes ont été résolument interventionnistes; elles ont notamment investi le terrain par l'adoption de l'instruction générale C-38, qui est rédigée de manière à conférer à la Commission une discrétion étendue dans l'appréciation de la légalité des mesures défensives. En vertu du droit des sociétés, la légalité d'une mesure défensive est principalement évaluée au moyen de la doctrine de la finalité des pouvoirs. Si les décisions judiciaires se rapportant à cette question sont éparées, on peut sans doute affirmer que le courant prônant une application stricte de la doctrine de la finalité des pouvoirs dans le contexte de l'adoption ou de la mise en œuvre de mesures défensives a été écarté. Le droit positif canadien se situerait plutôt quelque part dans les parages des arrêts *Teck c. Millar* et *Producers Pipelines Inc.* et proposerait la superposition de deux critères: une mesure défensive serait invalide lorsque son déploiement est assimilable à un manquement aux obligations fiduciaires du dirigeant à l'égard de la société; aussi, une mesure défensive serait sanctionnée dans les cas où le dirigeant ne peut pas établir que son déploiement est guidé par l'objectif d'amener l'initiateur à bonifier son offre ou de provoquer la constitution d'une offre concurrente plus avantageuse pour les porteurs de titres.

Il y a aussi lieu de faire état du recours statutoire pour oppression de l'actionnaire que contiennent la L.S.A. et la plupart des lois sur les sociétés par actions des provinces canadiennes. Ce recours est puissant et, dans le contexte de l'offre publique d'achat, il peut être employé sous diverses formes. On a ainsi vu dans l'affaire *Producers Pipelines Inc.* qu'il peut être utilisé par l'initiateur pour contester une mesure défensive. Il pourrait aussi servir de fondement à la contestation d'une offre en deux étapes préjudiciable aux intérêts des actionnaires minoritaires. En outre, ce recours statutoire sanctionnerait le défaut du conseil d'administration de la société visée d'informer les actionnaires du déploiement de mesures défensives.

Enfin, notons que la spécificité civiliste du Québec n'a pas eu d'incidence significative sur l'encadrement juridique de l'offre publique d'achat, qu'il se rattache à la législation sur les valeurs mobilières ou au droit des sociétés.

Les principaux recours prévus par la *Loi sur les valeurs mobilières* et se rapportant aux offres publiques d'achat

Fondement statutaire du recours	Nature du recours	Brève description du recours	Remarques	Autres dispositions statutaires pertinentes
215 L.V.M.	Recours civil	Action en nullité ou en révision de prix ; recours se rapportant à une offre publique d'achat effectuée sans note d'information ; action en faveur du cédant.		
215 L.V.M.	Recours civil	Action en dommages en faveur du cédant.		216 L.V.M.
215 L.V.M.	Recours civil	Action en dommages en faveur du porteur n'ayant pas reçu la note d'information.		216 L.V.M.
222 L.V.M.	Recours civil	Action en nullité ou en révision de prix ; recours se rapportant à une offre publique effectuée avec une note d'information contenant des renseignements faux ou trompeurs ; recours en faveur du cédant.		
223 L.M.V.	Recours civil	Action en dommages ; recours se rapportant à une offre publique effectuée avec une note d'information contenant des renseignements faux ou trompeurs ; recours en faveur du cédant.		224 L.V.M.
225 L.V.M.	Recours civil	Action en dommages ; recours se rapportant à la divulgation d'une information fausse ou trompeuse contenue dans la circulaire du conseil d'administration ou la circulaire d'un dirigeant ; recours en faveur de tous les porteurs de titres de la société visée au moment de l'offre.		224 L.V.M.

Fondement statutaire du recours	Nature du recours	Brève description du recours	Remarques	Autres dispositions statutaires pertinentes
225.1 L.V.M.	Recours civil	L'article 225.1 L.V.M. donne au porteur de titres les recours civils particuliers prévus dans les articles 222, 223 et 225 L.V.M. lorsque l'offre publique a été effectuée par l'intermédiaire d'une bourse.		224 L.V.M.
231.1 L.M.V.	Recours civil	À la demande de la société visée, l'initiateur, ses dirigeants ou ses porteurs, le tribunal a la faculté de rendre toute ordonnance propre à réparer les conséquences d'une contravention à la loi ou au règlement en matière d'offre publique. Le tribunal peut notamment annuler une opération ou une émission, ordonner à une partie de se départir de titres acquis à l'occasion d'une offre ou interdire à un porteur d'exercer le droit de vote afférent à des titres acquis à l'occasion d'une offre. L'article 269.1 L.V.M. donne à la Commission l'intérêt pour intenter tout recours prévu par l'article 233.1 L.V.M.	Ce recours est curatif; il sanctionne une opération terminée. Il n'a pas de portée préventive. L'ordonnance vise à réparer les conséquences d'une contravention survenue au moment de l'aliénation des titres, et non à empêcher cet acte éventuel (<i>Investissements Oxdon Inc. c. Corp. d'Acquisition Socanav-Caisse Inc.</i> , [1989] R.J.Q. 2387 (C.S.)). En principe, la Cour supérieure est le tribunal compétent. Le tribunal ne peut rendre une ordonnance que s'il y a contravention à la loi ou au règlement. Sur la base de l'article 233.1 L.V.M., le tribunal n'aurait donc pas compétence pour sanctionner une contravention à « une instruction générale ». Par ailleurs, l'article 233.1 L.V.M. ne donne pas compétence à la Commission pour intervenir au nom de l'intérêt public, en l'absence de toute violation de la loi ou du règlement.	269.1 L.V.M.
196 (8) L.V.M.	Recours pénal	Commets une infraction pénale une personne qui présente des renseignements faux ou trompeurs susceptibles d'influer sur la valeur ou le cours des titres dans la note d'information.		204 et 206 L.V.M.

197 (3) L.V.M.	Recours pénal	Commet une infraction pénale une personne qui fournit des renseignements faux ou trompeurs à l'occasion d'une offre publique d'achat, d'échange ou de rachat.	204 et 206 L.V.M.
202-203 L.V.M.	Recours pénal	Une contravention à la loi ou à un règlement adopté en vertu de la loi constitue une infraction.	206 L.V.M.
265 L.V.M.	Recours administratif	La Commission des valeurs mobilières du Québec peut rendre une ordonnance interdisant à une personne toute activité en vue d'effectuer une opération sur valeurs. Elle peut également interdire à une personne ou à une catégorie de personnes toute activité liée à ces opérations sur une valeur donnée.	
272.1 L.V.M.	Recours administratif	La Commission peut prendre toute mesure propre à assurer le respect des dispositions de la loi. Elle peut notamment exiger la modification de tout document établi en application de la loi, interdire la diffusion d'un document ou ordonner la diffusion d'une modification d'un document existant ou d'une information quelconque.	
268 L.V.M.		La Commission peut par requête demander à un juge de la Cour supérieure de prononcer une injonction dans toute matière se rapportant à la loi ou aux règlements.	

L'article 272.1 L.V.M. a autant une portée préventive qu'une portée curative. Il exige toutefois la preuve d'une contravention aux dispositions de la L.V.M. Les mesures que la Commission peut prendre ne sont pas limitées à celles qui sont énoncées au second paragraphe de l'article 272.1 L.V.M. (*Affaire Lavalin*, (1992) 23 B.C.V.M.Q. n° 21).

La Cour supérieure et la Commission des valeurs mobilières ont toutes deux compétence quant à l'application des dispositions de la L.V.M. et de son règlement d'application relatives aux offres publiques d'achat (*Investissements Oxdon Inc. c. Corp. d'acquisition Socanav-Caisse Inc.*, [1989] R.J.Q. 2387 (C.S.)).