

29 juin 2015

Secrétaire
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
20, rue Queen Ouest
22^e étage, C.P. 55
Toronto (Ontario) M5H 2S8
Télé. : 416-593-2318
Courriel : comments@osc.gov.on.ca

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

Objet : Avis de consultation des ACVM sur les amendements proposés au Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat, les modifications proposées à l'Instruction générale 62-202 relative aux offres publiques d'achat et de rachat et les modifications corrélatives proposées.

FAIR Canada a le plaisir de soumettre ses commentaires aux Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « ACVM ») concernant les modifications proposées au Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat (le « Règlement 62-104 ») et les changements proposés à l'Instruction générale 62-203 relative aux offres publiques d'achat et de rachat (« l'Instruction générale 62-203 ») [collectivement, les « modifications proposées aux offres d'achat »].

FAIR Canada est un organisme sans but lucratif national de défense des épargnants. En tant que voix nationale pour les investisseurs, FAIR Canada s'est engagée à promouvoir une meilleure protection pour les investisseurs en matière de réglementation des valeurs mobilières. Consultez le site www.faircanada.ca pour obtenir de plus amples renseignements.

1. Résumé

- 1.1. FAIR Canada appuie de façon générale les modifications proposées aux offres d'achat par les ACVM, car elles permettent d'accroître les droits et la protection des actionnaires dans le cadre du processus d'offre publique d'achat (OPA).

- 1.2. Aux termes des règles en vigueur, les OPA doivent être ouvertes pour un minimum de 35 jours. Il n’y a pas d’exigences minimales en matière de soumission, et il n’est pas obligatoire de prolonger la période d’offre une fois que les titres ont été présentés dans le cadre d’une offre d’achat. En vertu des modifications proposées aux offres d’achat, les OPA resteront ouvertes pour un minimum de 120 jours (la « **règle des 120 jours** »), bien que cette période puisse être réduite par des sociétés cibles en cas de réception d’offres amicales (dénommés ci-après « **renonciation** »). Les soumissionnaires doivent recevoir 50 % des titres en circulation visés par l’offre (à l’exclusion de ceux détenus par le soumissionnaire lui-même ou ses alliés) (« **l’obligation de dépôt minimal** »); et l’OPA doit être prolongée d’une période supplémentaire de 10 jours après que l’obligation de dépôt minimal de 120 jours a été respectée et que toutes les autres conditions de l’offre ont été remplies (la « **prolongation de 10 jours** »).
- 1.3. FAIR Canada soutient fermement les nouvelles règles concernant l’obligation de dépôt minimal et la prolongation de 10 jours et appuie l’extension du délai de dépôt minimum au-delà de 35 jours dans la mesure où ces mécanismes permettront aux actionnaires de s’engager dans un processus décisionnel efficace.. Toutefois, FAIR Canada ne pense pas que la période de dépôt proposée de 120 jours en vertu de la règle des 120 jours permettra aux actionnaires visés de trouver de meilleures solutions de rechange pour maximiser la valeur dans le processus d’OPA. Au contraire, nous pensons que la règle des 120 jours découragera les soumissionnaires potentiels de faire des OPA en raison de la hausse des coûts et des risques associés au maintien de l’offre pendant 120 jours. Cela ne sera pas dans l’intérêt de l’efficacité économique ou de la protection des investisseurs.
- 1.4. FAIR Canada pense qu’une période de dépôt de plus de 95 jours ne serait pas bénéfique pour les actionnaires et qu’elle profiterait plutôt de manière excessive au conseil cible. Au vu des données de référence dans les autres principales administrations et des éléments de preuve empiriques, nous recommandons de mettre en place une période de dépôt d’au plus 95 jours.
- 1.5. En outre, FAIR Canada s’interroge sur la pertinence de proposer au conseil d’administration l’option de renonciation dans le cadre de la règle de 120 jours. FAIR Canada recommande de donner la possibilité aux actionnaires visés de réduire le délai à 35 jours plutôt que de proposer cette option au conseil d’administration de la société visée.
- 1.6. FAIR Canada exhorte aussi les ACVM à examiner les exigences des OPA conjointement avec d’autres lois sur les sociétés et les valeurs mobilières qui peuvent s’appliquer en cas de proposition de changement de contrôle. En particulier, FAIR Canada exhorte les ACVM à ne pas ignorer les autres moyens par lesquels un changement de contrôle peut intervenir, comme des modifications à la composition du conseil d’administration, par exemple. FAIR Canada rappelle aux ACVM que le coût des obligations actuelles d’utiliser des circulaires de procuration est prohibitif, et continue d’exhorter les ACVM à envisager la réforme de ce domaine du droit. Sur ces points, FAIR Canada fournit quelques recommandations supplémentaires à des fins d’amélioration à la section 3.10 ci-dessous.

2. Aperçu général de la période d'offre publique d'achat

2.1. FAIR Canada pense qu'un régime d'OPA efficace profitera aux actionnaires. Les soumissionnaires sont susceptibles de mettre en place de meilleurs administrateurs et dirigeants au terme d'une OPA réussie, ou « d'augmenter le rendement de la société visée en réorganisant ses actifs ou en exploitant des synergies »¹, ce qui augmentera la valeur de la société visée. FAIR Canada comprend que l'extension de la période actuelle d'OPA donnera plus de temps au conseil d'administration de la société visée pour trouver un soumissionnaire plus approprié (chevalier blanc), ce qui pourrait entraîner une augmentation de la valeur pour les actionnaires de la société en question. Par ailleurs, si les administrateurs et les dirigeants d'une société estiment qu'ils risquent de subir une offre publique d'achat en cas de mauvaise gestion, les perspectives d'OPA devraient les inciter à assurer la meilleure gestion possible. Ces deux scénarios ont pour conséquence de générer une augmentation de la valeur pour les actionnaires cibles². En outre, des études empiriques démontrent que les actionnaires d'une société visée enregistrent des rendements positifs importants en cas d'OPA³. Étant donné les avantages des offres publiques d'achat, et particulièrement en ce qui concerne les actionnaires de la société visée, FAIR Canada pense qu'il est important de s'assurer que les règles régissant les OPA ne sont pas, de par leur conception, de nature à décourager les soumissionnaires potentiels de cibler des entreprises canadiennes. Par conséquent, FAIR Canada soutient les modifications proposées aux règles régissant les OPA qui donneront aux actionnaires des solutions de rechange susceptibles de maximiser la valeur de leurs titres.

3. Période de dépôt de 120 jours

3.1. En vertu de la règle des 120 jours, les OPA devront rester ouvertes pendant une période de dépôt minimale de 120 jours au lieu de l'actuelle période, qui est de 35 jours. FAIR Canada soutient l'introduction d'une période de dépôt plus longue car nous croyons que les changements permettront aux actionnaires de se voir proposer des solutions de rechange susceptibles de maximiser la valeur de leurs titres. Toutefois, nous ne sommes pas d'accord avec la proposition des ACVM selon laquelle les OPA doivent rester ouvertes pendant 120 jours. Nous estimons (i) que la durée de 120 jours est excessivement longue et inutile étant donné les réalités des OPA hostiles au Canada, (ii) que la durée de 120 jours finira par faire du tort aux actionnaires en décourageant les OPA, et (iii) qu'une période de dépôt au-delà du 95^e jour ne profitera probablement pas aux actionnaires des

¹ John Armour et David A. Skeel Jr. « Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why? The Peculiar Divergence of US and UK Takeover Regulation » 95 Geo L J 1727 page 1733 disponible en ligne à l'adresse : http://scholarship.law.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1686&context=faculty_scholarship. D'autres études empiriques ont été réalisées pour démontrer que les OPA génèrent de la valeur : Gregor Andrade, Mark Mitchel et Erik Stafford « New Evidence and Perspectives on Mergers » J. Econ Persp., printemps 2001 en pages 103, 110 (résumant les études de 1973-1998 et trouvant 22,3 % de rendements anormaux pour les actionnaires des sociétés cibles), Marc Goergen et Luc Renneboog « Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Cross-Border Takeover Bids » 10 Eur Fin Mgmt 9, page 23.

² *Ibid* page 1733.

³ *Ibid* page 1740.

sociétés ciblées, mais qu'elle représenterait plutôt un avantage disproportionné pour le conseil d'administration de la société visée dans le processus d'OPA.

- 3.2. Avantages des périodes plus longues d'offre publique d'achat : FAIR Canada convient avec les ACVM qu'il est raisonnable d'accorder au conseil d'administration et aux actionnaires des sociétés ciblées une période plus longue (plus de 35 jours) pour examiner une offre non sollicitée et y répondre. En vertu des règles actuelles, le conseil d'administration de la société ciblée doit recourir à des tactiques défensives, qui sont coûteuses en temps comme en argent, afin de repousser ou de retarder une offre. Si la période d'OPA était plus longue, de telles tactiques seraient moins nécessaires⁴. FAIR Canada soutient donc des périodes d'offre plus longues dans la mesure où elles réduisent la nécessité pour les conseils administration d'employer des tactiques défensives coûteuses, et où elles donnent une certaine garantie aux actionnaires de la société ciblée pour ce qui est des résultats.
- 3.3. L'expérience dans d'autres juridictions : FAIR Canada soutient l'introduction d'une période de soumission plus longue, mais nous considérons que la proposition actuelle de 120 jours est excessivement longue. FAIR Canada engage instamment les ACVM à reconsidérer cette période, et rappelle aux ACVM que le délai proposé de 120 jours est considérablement plus long que celui d'autres grands pays de common law tels que le Royaume-Uni (81 jours à compter de la date où l'offre est déposée), l'Australie (61 jours à compter de la date où l'offre est déposée), Hong Kong (60 jours à compter de la date où l'offre est déposée), ou de la Nouvelle-Zélande (de 30 à 90 jours à compter de la date où l'offre est déposée). Étant donné que les ACVM ont également proposé la prolongation de 10 jours (évoquée dans la section 5 de la présente lettre et soutenue par FAIR Canada), l'ensemble du processus atteindrait 130 jours, ce qui semble être en inadéquation avec les pratiques dans d'autres grandes administrations.
- 3.4. Offres publiques d'achat hostiles au Canada : FAIR Canada ne pense pas qu'une période de soumission de 120 jours soit nécessaire compte tenu des réalités des OPA hostiles au Canada. Une étude de 2014 sur les OPA hostiles au Canada a montré que les soumissions concurrentes sont survenues «...en moyenne 41 jours après le lancement de l'offre » et que presque toutes les soumissions concurrentes ont été annoncées avant le 95^e jour de l'OPA⁵. FAIR Canada estime que ces éléments de preuve démontrent que même si les sociétés visées ont besoin de plus de 35 jours pour obtenir des soumissions concurrentes, les 120 jours proposés sont excessifs, car le nombre de soumissions reçues au-delà du 95^e jour est négligeable.
- 3.5. Depuis 2005, le Canada a connu une moyenne de 14 OPA par an; le plus grand nombre enregistré au cours d'une année était de 24 en 2006. Toutefois, au cours des 5 dernières

⁴ *Ibid* page 1732. Au Royaume-Uni, où les actionnaires disposent de 81 jours pour examiner l'offre et y répondre, est réputé proposer un mécanisme d'OPA « plus rapide, moins cher et plus certain » que le Delaware par exemple, où il n'y a pas de limites et où les sociétés visées emploient des tactiques défensives traditionnelles.

⁵ Fasken Martineau « 2015 Canadian Hostile Bid Deal Study » disponible en ligne à l'adresse : <http://www.fasken.com/hostile-takeover-bids-canada/>.

années, il n’y a eu en moyenne que 10 OPA par année. En 2014, il n’y a eu que 7 OPA⁶. FAIR Canada comprend que de nombreux facteurs influent sur le fait qu’une OPA sera ou ne sera pas lancée, et sur la réussite de l’opération, mais nous craignons que l’augmentation des risques et des coûts (comme indiqué ci-dessous dans la section 3.6) susceptibles d’être associés à la règle de 120 jours ait pour effet de réduire encore davantage ce chiffre. C’est incompatible avec les objectifs d’efficacité économique et de protection des investisseurs.

- 3.6. Augmentation des coûts et des risques : La prolongation du délai accordé aux sociétés visées pour examiner les OPA et y répondre peut entraîner une augmentation des coûts et des risques. Plus précisément, les coûts de financement peuvent être accrus, et il y a plus de chances qu’un chevalier blanc se manifeste et qu’il soumette une autre offre. FAIR Canada s’inquiète du fait que l’augmentation des risques et des coûts pourrait dissuader les soumissionnaires potentiels de cibler des entreprises canadiennes et, de ce fait, priver les actionnaires de la possibilité de maximiser la valeur de leurs titres par l’intermédiaire du processus d’OPA.
- 3.7. Les 120 jours profitent aux conseils d’administration des sociétés visées, pas à leurs actionnaires Les ACVM affirment que la règle des 120 jours donnera au conseil d’administration de la société visée le temps de « répondre aux offres publiques d’achat non sollicitées de manière appropriée, en recherchant par exemple des solutions de rechange qui optimiseraient la valeur ou en structurant et en formulant leur opinion sur le bien-fondé de l’offre⁷ ». Une période minimale de 120 jours donnerait aux conseils des sociétés visées « une marge de manœuvre et du temps » pour négocier avec un soumissionnaire non sollicité, et « convaincre le soumissionnaire de collaborer avec eux⁸. » FAIR Canada s’oppose aux règles d’OPA qui ne profiteront qu’aux conseils des sociétés visées, et s’inquiète du fait que ces conseils se verront accorder des pouvoirs supplémentaires en vertu de la règle proposée des 120 jours. Il est peu probable qu’une période de plus de 95 jours bénéficie aux actionnaires des sociétés visées. Au contraire, une période plus longue serait probablement inutile, et pourrait même faire diminuer le nombre d’offres. De l’avis de FAIR Canada, cette disposition profitera aux conseils des sociétés visées, au détriment de leurs actionnaires; par conséquent, nous demandons instamment aux ACVM de réduire le délai.

⁶ *Ibid.*

⁷ Avis de consultation des ACVM sur les « Amendements proposés au Règlement 62-104 sur les *offres publiques d’achat et de rachat*, les modifications proposées à l’Instruction générale 62-203 - *offres publiques d’achat et de rachat*, et les Modifications corrélatives proposées » du 31 mars 2015, page 3, disponible en ligne à l’adresse : https://www.osc.gov.on.ca/en/SecuritiesLaw_csa_20150331_62-104_rfc-proposed-admendments-multilateral-instrument.htm.

⁸ Lettre de réponse à l’Avis de consultation des ACVM publiée le 14 mars 2014 concernant l’Instruction générale 62-105, le Projet d’instruction générale 62-105CP et les Modifications corrélatives proposées, « Présentation par un groupe d’avocats d’expérience en valeurs mobilières, le Ad Hoc Senior Securities Practitioners Group » le 11 juillet 2013 en page 6, disponible en ligne à l’adresse : https://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category6-Comments/com_20130711_62-105_adhocsrsec.pdf.

- 3.8. FAIR Canada estime plutôt que l'OPA devrait être structurée de manière à maximiser la valeur pour les actionnaires de la société visée (c'est-à-dire les propriétaires de cette dernière). Presque toutes les sociétés visées ont trouvé des offres concurrentes avant le 95^e jour d'une OPA. Les actionnaires sont donc en mesure d'examiner des solutions de rechange viables avant le 120^e jour. Au vu de ces éléments de preuve empiriques et des données obtenues d'autres administrations (voir la section 3.3 ci-dessus), FAIR Canada recommande que la période d'offre publique soit d'au plus 95 jours.
- 3.9. Les ACVM devraient envisager des réformes supplémentaires : alors que les ACVM ont proposé de modifier le processus d'OPA (modifications proposées aux offres d'achat), il n'y a pas eu de proposition de réformes au sujet d'autres opérations permettant d'effectuer un changement de contrôle. Plus précisément, les ACVM n'ont pas abordé les prises de contrôle rampantes dans les modifications proposées aux offres d'achat ni envisagé de réformes en matière de course aux procurations. Étant donné le faible nombre d'OPA hostiles lancées au Canada, FAIR Canada recommande aux ACVM de réformer d'autres mécanismes et règlements relatifs aux changements de contrôle.
- 3.10. Comme indiqué en 2011 dans notre lettre à la Bourse de Toronto et à la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario,⁹ FAIR Canada continue de recommander que les organismes de réglementation des valeurs mobilières entreprennent une consultation publique pour examiner les réformes qui permettraient aux actionnaires de présenter des candidats à l'élection au conseil d'administration et de lister leurs candidats dans la circulaire de sollicitation de procurations, sans les obligations légales actuelles, lesquelles sont lourdes et onéreuses. FAIR Canada continue également de recommander que les organismes de réglementation des valeurs mobilières entreprennent une consultation publique pour examiner les façons de permettre aux actionnaires de communiquer avec d'autres actionnaires ou de solliciter des actionnaires sans avoir à déposer une circulaire de procuration de dissident. Une telle pratique serait dans l'intérêt des actionnaires et d'une bonne gouvernance d'entreprise. Nous reconnaissons que la mise en place de tels changements pourrait exiger que soient modifiées les lois sur les sociétés et les valeurs mobilières.

4. Renonciation

- 4.1. En conjonction avec la règle des 120 jours, les ACVM ont proposé d'offrir aux conseils des sociétés visées le pouvoir discrétionnaire de renoncer au délai minimal de dépôt de 120 jours au profit d'un délai d'au moins 35 jours au cours desquels ils sont disposés à accepter une offre. FAIR Canada croit que cette mesure donne au conseil de la société visée un pouvoir discrétionnaire excessif sur le processus d'OPA; en effet, le conseil aurait *de facto* le pouvoir de mettre fin au processus de soumission de manière unilatérale et, ce faisant, d'écartier la possibilité que soit présentée une solution de rechange maximisant la

⁹ FAIR Canada, Lettre à la Bourse de Toronto et à la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario au sujet des modifications proposées à la Partie IV du Guide à l'intention des sociétés de la Bourse de Toronto (« TSX ») décrites dans l'appel à commentaires du 11 octobre 2011 sur les modifications proposées à la Partie IV du Guide à l'intention des sociétés de la TSX, disponible en ligne à l'adresse : <http://faircanada.ca/wp-content/uploads/2011/01/111011-FAIR-Canada-submission-to-TSX-re-Part-IV-of-the-Manual.pdf>.

valeur. Les actionnaires de la société visée se verraient alors refuser la possibilité de connaître les éventuelles offres, et n'auraient pas l'occasion d'examiner toutes les options possibles. FAIR Canada désapprouve le fait de donner au conseil de la société visée la possibilité de renoncer unilatéralement au délai de dépôt minimal. Nous demandons plutôt que les ACVM autorisent une réduction du délai de dépôt minimal uniquement dans les cas où la majorité des actionnaires de la société visée (à l'exclusion des actionnaires dont les titres sont la propriété effective, ou sous le contrôle ou la direction du soumissionnaire ou de toute personne agissant conjointement ou de concert avec le soumissionnaire) vote en faveur de cette mesure.

5. Obligation de dépôt minimal de 50 %

- 5.1. FAIR Canada appuie la proposition d'obligation de dépôt minimal de 50 % des ACVM selon laquelle plus de 50 % des titres en circulation détenus par les actionnaires de la société visée, autres que le soumissionnaire et tous ses alliés, doivent être proposés avant que le soumissionnaire puisse prendre livraison de titres en vertu de l'OPA (l'obligation de dépôt minimal). L'obligation de dépôt minimal permettra aux actionnaires des sociétés visées de prendre des décisions plus éclairées lors d'un processus d'OPA étant donné que l'appui collectif des actionnaires sera nécessaire pour qu'une OPA se solde par un changement de contrôle. En outre, l'obligation de dépôt minimal garantira que tous les actionnaires des sociétés visées bénéficient des primes de contrôle découlant d'une OPA. FAIR Canada approuve l'obligation de dépôt minimal des ACVM, car au final, elle profite aux actionnaires.
- 5.2. Le but « [...] consiste à ne plus permettre qu'un soumissionnaire contrôle ou acquiert une participation majoritaire dans une société [cible] par le biais d'une OPA sans le soutien d'une majorité des détenteurs indépendants de titres de la société [cible] par suite d'une renonciation à sa condition de dépôt minimal et qu'il prenne finalement un plus petit nombre de titres¹⁰. » En outre, l'obligation de dépôt minimal permettra « une action collective des détenteurs de titres en réponse à une OPA, un peu comme on le fait lors d'un vote sur l'OPA¹¹. »
- 5.3. L'obligation de dépôt minimal se rapproche davantage du régime du Royaume-Uni en matière d'OPA, qui comprend une « règle d'obligation d'offre ». De fait, au Royaume-Uni, quand un actionnaire détient au moins 30 % des droits de vote du capital-actions de la société visée, l'actionnaire (désormais le soumissionnaire) doit faire une offre portant sur le reste du capital-actions de la société visée. La « règle d'obligation d'offre » vise à protéger les actionnaires minoritaires en s'assurant que tous les actionnaires peuvent toucher leur part de la prime de contrôle. FAIR Canada se réjouit de voir les ACVM suivre cette approche et reconnaître l'importance de la protection des actionnaires minoritaires.
- 5.4. FAIR Canada salue la proposition des ACVM relative à l'obligation de dépôt minimal puisque la règle proposée a incorporé des dispositions spécifiques aux OPA partielles.

¹⁰ Avis de consultation des ACVM, section 2.

¹¹ *Ibid* section 2.

L'obligation de dépôt minimal comporte des directives sur les OPA partielles, et exige que le soumissionnaire prenne 50 % plus 1 des actions restantes sur une base proportionnelle. Là encore, nous estimons que cela contribuera à mieux protéger les actionnaires des sociétés visées par une OPA.

6. **Prolongation obligatoire de 10 jours**

- 6.1. Aux termes des modifications proposées aux offres d'achat, le soumissionnaire devra prolonger son OPA de 10 jours à la fin de la période de 120 jours si toutes les autres conditions de l'offre ont été remplies ou ont fait l'objet d'une renonciation. La prolongation de 10 jours exige que le soumissionnaire publie rapidement un communiqué de presse révélant que l'obligation de dépôt minimal a été satisfaite ainsi que le nombre de titres déposés, et qu'il informe tous les actionnaires que la période de soumission restera ouverte pour une durée de 10 jours supplémentaires.
- 6.2. FAIR Canada appuie fermement la prolongation de 10 jours. Elle garantira que les actionnaires ne seront pas contraints de soutenir des offres dans le seul but de « ne pas être laissés pour compte ». Cette mesure revêt une importance particulière pour les personnes détenant une petite participation dans la société visée, lesquelles ressentent parfois une certaine pression à déposer leurs titres simplement parce qu'elles pensent que tous les autres actionnaires feront de même. En vertu de la nouvelle règle de prolongation de 10 jours, les actionnaires pourront examiner la situation avant de s'engager à vendre leurs actions.

Nous vous remercions de nous avoir donné la possibilité de formuler, par la présente, nos commentaires et nos points de vue. Nous acceptons que ce document soit rendu public, et nous serions heureux d'en discuter avec vous à votre convenance. Si vous avez d'autres questions, veuillez communiquer avec Neil Gross à l'adresse neil.gross@faircanada.ca ou au numéro 416-214-3408 ou Kate Swanson à l'adresse kate.swanson@faircanada.ca ou au numéro 416-214-3442.

Veuillez agréer l'expression de nos sentiments distingués.



Fondation canadienne pour l'avancement des droits des investisseurs