

La CVMO restreint la portée de la qualité pour agir d'une partie privée introduisant une requête touchant l'intérêt public dans les opérations contestées : la décision *Corus Entertainment*

28 AVRIL 2016 19 MIN DE LECTURE

Expertises Connexes

- [Fusions et acquisitions](#)
- [Gouvernance d'entreprise](#)
- [Litiges en droit des sociétés et en droit commercial](#)
- [Médias et divertissement](#)

Auteurs(trice): [Shawn Irving](#), [James R. Brown](#), [Douglas Bryce](#)

Le 7 mars 2016, dans *In the Matter of the Catalyst Capital Group Inc.* et *In the Matter of Corus Entertainment Inc.*, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (CVMO) a décidé de ne pas accorder à The Catalyst Capital Group Inc (Catalyst) la qualité pour agir afin d'introduire une requête devant la CVMO aux termes de sa compétence en matière d'intérêt public. Catalyst voulait s'opposer à l'acquisition de Shaw Media Inc. (Shaw Media) envisagée par Corus Entertainment Inc. (Corus) et avait intenté un recours en vertu de l'article 127 de la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario (LVM) par lequel elle avait demandé que soit rendue une ordonnance enjoignant à Corus de modifier ou de compléter sa circulaire de sollicitation de procurations par la direction se rapportant à l'assemblée extraordinaire des actionnaires de Corus devant avoir lieu le 9 mars 2016 (contraignant ainsi Corus à reporter son assemblée extraordinaire) en raison de lacunes alléguées concernant l'information fournie par Corus relativement à l'opération proposée.

Il s'agit de la première décision de la CVMO dans laquelle la qualité pour agir a été formellement déniée à une partie ayant introduit une requête en vertu de l'article 127. Cela réduit considérablement la portée de la qualité pour agir d'une partie privée aux termes de l'article 127 de la LVM et marque un recul de la jurisprudence depuis *Re MI Developments Inc.* quant à la capacité d'une partie privée à obtenir une audience portant sur l'exercice de la compétence de la CVMO en matière d'intérêt public.

Les motifs de la décision ont été publiés par la CVMO le 26 avril 2016.

Contexte

Le contexte de l'opération proposée

Le 13 janvier 2016, Corus et Shaw Communications Inc. (Shaw) ont annoncé avoir conclu une convention d'achat d'actions aux termes de laquelle Corus a accepté d'acquérir toutes les actions en circulation de Shaw Media au coût de 2,65 milliards de dollars devant être réglé au moyen d'un paiement au comptant et de l'émission à Shaw d'actions participantes sans droit de vote de catégorie B de Corus. Corus et Shaw sont toutes deux contrôlées par la fiducie familiale Shaw, laquelle a la propriété véritable des titres suivants, ou exerce une emprise sur ceux-ci : 2 885 530 actions participantes de catégorie A de Corus, représentant environ 84,2 % des actions émises et en circulation de cette catégorie, et 17 562 400 actions participantes de catégorie A de Shaw, représentant environ 78 % des actions émises et en circulation de cette catégorie.

En raison du contrôle de Corus et de Shaw par la fiducie familiale Shaw, Corus et Shaw sont des entités membres d'un même groupe et des personnes apparentées aux fins des lois sur les valeurs mobilières canadiennes applicables, faisant ainsi de l'acquisition proposée une opération avec une personne apparentée au sens du *Règlement 61-101 sur les mesures de protection des porteurs minoritaires lors d'opérations particulières* (le Règlement 61-101). Du fait de l'application de ce règlement, l'opération proposée était soumise à l'« approbation des porteurs minoritaires » de Corus (telle que définie dans le Règlement 61-101) et Corus était tenue d'obtenir une évaluation officielle et indépendante à l'égard de l'opération.

L'annonce de l'opération proposée a été précédée d'un processus d'examen exhaustif auquel a participé un comité spécial composé d'administrateurs indépendants, d'une évaluation officielle en vertu du Règlement 61-101 réalisée par Barclays Capital Canada Inc. et de l'obtention d'avis sur le caractère équitable de Barclays et de RBC Marchés des Capitaux. Le 29 janvier 2016, Corus a déposé un avis de convocation annonçant la tenue d'une assemblée extraordinaire des actionnaires devant avoir lieu le 9 mars 2016, la date limite pour le vote par procuration des actionnaires inscrits étant fixée au 7 mars 2016 à 10 h. Le 11 février 2016, Corus a publié et déposé sa circulaire de sollicitation de procurations par la direction visant l'assemblée extraordinaire des actionnaires.

L'opposition de Catalyst à l'opération proposée

Catalyst est le deuxième plus important fonds spéculatif au Canada et a acquis une position dans les actions sans droit de vote de catégorie B de Corus après l'annonce de l'opération.

Le 22 février 2016, Catalyst a lancé une campagne publique d'opposition à l'opération proposée. Cette campagne a englobé de nombreux communiqués de presse, des présentations par voie électronique à l'intention des investisseurs, un site Web, une conférence téléphonique pour les investisseurs, une campagne de sollicitation de procurations et plusieurs réunions avec les principaux actionnaires de Corus. Catalyst a également déposé des plaintes écrites auprès du personnel de la CVMO concernant divers aspects de l'information fournie par Corus relativement à l'opération proposée, lesquelles n'ont finalement mené à aucune action de la part du personnel de la CVMO.

À 7 h le 3 mars 2016, Catalyst a annoncé qu'elle avait l'intention d'introduire une requête devant la CVMO [TRADUCTION] « afin qu'une audience au sujet de l'insuffisance de l'information fournie par Corus soit tenue et de faire valoir les recours appropriés ». Catalyst a déposé sa requête tôt le vendredi matin 4 mars 2016, un jour ouvrable avant la date limite pour le vote par procuration des actionnaires inscrits.

Les audiences de la CVMO

Le vendredi après-midi 4 mars 2016, les parties ont été convoquées pour une première audience tenue devant un comité composé de trois commissaires de la CVMO. Lors de cette audience, Corus, Catalyst, Shaw et le personnel de la CVMO ont débattu la question de savoir s'il était approprié pour la CVMO de tenir une audience combinée durant laquelle il serait statué sur la qualité requise de Catalyst pour introduire une requête en matière d'intérêt public ainsi que sur le bien-fondé de la requête de Catalyst, ou s'il fallait plutôt diviser l'audience et d'abord tenir une audience préliminaire où il serait déterminé si Catalyst avait la qualité requise pour introduire seule sa requête. Le comité de la CVMO a finalement décidé de tenir des audiences distinctes le lundi 7 mars 2016. Une première audience porterait sur la qualité pour agir de Catalyst puis, si celle-ci lui était accordée, une deuxième audience portant sur le bien-fondé de la plainte de Catalyst quant à l'information fournie serait immédiatement tenue.

Le 7 mars 2016, à la suite de la première partie de l'audience divisée, le comité de la CVMO a décidé que Catalyst n'avait pas la qualité requise pour introduire la requête, et la deuxième audience sur le bien-fondé de cette dernière a par conséquent été annulée.

La compétence de la CVMO en matière d'intérêt public en vertu de l'article 127, et les décisions antérieures

L'article 127 de la LVM confère à la CVMO une compétence très large pour intervenir sur les marchés des capitaux dans le but de protéger l'intérêt public. La CVMO peut également, à sa discrétion, exercer cette compétence à la demande de parties privées.

L'exercice de la compétence de la CVMO en matière d'intérêt public résulte habituellement d'une initiative du personnel de la CVMO. Avant l'affaire *Corus Entertainment*, la principale décision concernant la qualité pour agir d'une partie privée introduisant une requête aux termes de l'article 127 avait été rendue en 2009 dans *MI Developments Inc.*, où la CVMO avait conclu que les parties autres que le personnel de la CVMO n'étaient pas autorisées de plein droit à introduire des requêtes aux termes de l'article 127, mais que la CVMO avait le pouvoir d'autoriser une partie à présenter une requête en ce sens.

Dans *MI Developments*, la CVMO a jugé que les parties requérantes pouvaient introduire une requête pour les raisons suivantes :

1. les requêtes visaient des actes passés et futurs régis par le droit des valeurs mobilières en Ontario;
2. les requêtes n'étaient pas, à la base, de nature exécutoire;
3. le redressement demandé était orienté vers l'avenir;
4. la CVMO a le pouvoir d'accorder les recours appropriés;
5. les parties requérantes étaient directement touchées par les actes (passés et futurs);
6. la CVMO a conclu qu'il était dans l'intérêt public de se saisir des requêtes.

Cette approche a ultérieurement été appliquée à la fois dans *VenGrowth* et dans *Central GoldTrust*. Dans les trois instances, une seule audience portant sur la qualité pour agir et le bien-fondé a été tenue et les requêtes ont finalement fait l'objet d'une décision sur le fond, les plaignants s'étant vus reconnaître la qualité pour agir compte tenu des exigences relativement faibles établies dans la décision *MI Developments*.

La décision *Corus Entertainment*

La division de l'audience

C'est la première fois [à notre connaissance] que la CVMO, dans le cadre des audiences ayant mené à la décision *Corus Entertainment*, a décidé de tenir une audience divisée portant d'abord sur la qualité pour agir d'un plaignant, puis sur le bien-fondé d'une requête en vertu de l'article 127. Dans sa décision, le comité a souligné que la question de savoir si les requêtes futures allaient faire l'objet d'audiences combinées (comme dans *MI Developments*, *VenGrowth* et *Central GoldTrust*) ou divisées (comme dans *Corus Entertainment*) serait fonction de la preuve et des motifs allégués, dont les [TRADUCTION] « facteurs d'intérêt public en jeu ». Dans *Corus Entertainment*, la CVMO a jugé que les facteurs liés à l'intérêt public ressortant de la preuve et des allégations sur la question de la qualité pour agir étaient suffisamment importants, de sorte qu'il était préférable d'opter pour un processus séquentiel plutôt que pour une audience combinée.

Le déni de la qualité pour agir

En fin de compte, la CVMO a exercé son pouvoir discrétionnaire et décidé que Catalyst n'avait pas la qualité requise pour présenter une requête en vertu de l'article 127. Dans le cadre de son évaluation de la qualité requise, la CVMO s'est reportée à la décision *Western Wind Energy Corp.* en particulier, où la CVMO, afin d'évaluer l'application de sa compétence en matière d'intérêt public en vertu de l'article 104 de la LVM (selon lequel un « intéressé » est en droit d'introduire une requête, contrairement à l'article 127), a déclaré que [TRADUCTION] « la Commission peut refuser de tenir une audience sur le bien-fondé d'une requête introduite en vertu de l'article 104 pour toute raison valable, y compris parce que la requête est à première vue dénuée de fondement, parce que l'audience ne serait d'aucune utilité ou parce que la tenue d'une telle audience n'est pas dans l'intérêt public ». Le comité a également renforcé le principe selon lequel [TRADUCTION] « la capacité d'une partie privée à introduire une requête en vertu de l'article 127 constitue une circonstance extraordinaire », et que par conséquent, les plaignants privés avaient le fardeau de démontrer qu'il serait dans l'intérêt public de tenir une audience.

La CVMO a évoqué un certain nombre de facteurs sous-jacents à ses conclusions, dont les suivants :

- la requête de Catalyst n'a soulevé aucune nouvelle question;
- Corus s'était efforcée de se conformer à la procédure de protection prescrite par le Règlement 61-101, comme le recours à un comité spécial composé d'administrateurs indépendants pour évaluer l'opération, l'établissement d'un avis quant au caractère équitable, l'obtention d'une évaluation indépendante et l'obtention de l'approbation des porteurs minoritaires;
- les lacunes précises alléguées par Catalyst quant à l'information financière fournie avaient fait l'objet d'un débat public très animé en raison de la course aux procurations et de la bataille de relations publiques que Catalyst et Corus s'étaient livrées;
- les lacunes dans l'information fournie avaient fait l'objet de plaintes présentées au personnel de la CVMO et un dialogue avec celui-ci avait été engagé, mais le personnel avait choisi de ne pas prendre d'autres mesures;
- l'information financière avait été examinée et évaluée par plusieurs tiers (analystes financiers et cabinets offrant des services consultatifs sur les procurations) qui avaient réalisé leur propre évaluation de l'information financière en jeu;
- la requête a été reçue tardivement par rapport à l'opération, l'assemblée extraordinaire des actionnaires de Corus devant avoir lieu moins d'une semaine avant que soit introduite la requête;
- à première vue, l'information fournie par Corus n'était pas insuffisante ou de nature à induire en erreur sur des points importants. [TRADUCTION] « En fait, comme il est décrit ci-dessus, il y avait des informations et une analyse détaillées à la disposition des investisseurs incluses dans la circulaire de la direction, la circulaire de procurations par un dissident, les rapports d'un analyste, d'un cabinet offrant des services consultatifs sur les procurations et d'autres rapports qui permettaient aux investisseurs de prendre des décisions éclairées en matière de placement. Nous acceptons la prétention de Corus selon laquelle cette affaire est en fait un 'débat portant sur le sens et la portée des

renseignements et ratios financiers communiqués, lesquels sont tirés de la circulaire de la direction et tranchés et découpés par Catalyst' (Transcription du 7 mars 2016, page 27, lignes 4 à 9) ».

Au vu de ce qui précède, la CVMO a jugé que dans ces circonstances, elle n'était pas persuadée que le redressement demandé par Catalyst servirait mieux les intérêts des actionnaires minoritaires que de procéder au vote prévu.

Dans son raisonnement, la CVMO semble accorder une importance particulière au débat public préalable ayant eu lieu entre les parties dans le cadre de l'opération contestée pour évaluer la pertinence de la tenue d'une audience traitant de questions liées à l'information fournie. Plus particulièrement, aux termes de la décision, bien que [TRADUCTION] « une information insuffisante ne soit pas corrigée par la diffusion d'autres informations par des personnes autres que l'émetteur », la CVMO était justifiée de tenir compte de l'information accessible sur le marché pour prendre une décision relative aux mesures à prendre dans l'intérêt public. Cette décision n'établit pas si un l'émetteur a pleinement rempli ses obligations d'information, mais confirme qu'un comité de la CVMO saisi d'une requête en vertu de l'article 127 [TRADUCTION] « ne devrait généralement pas exercer les fonctions d'enquêteurs à un moment tardif de la mise en œuvre d'une opération commerciale lorsqu'il n'y a, à première vue, aucune preuve convaincante d'une insuffisance importante ».

Le comité s'est brièvement penché sur les arguments présentés au sujet de la qualité pour agir de Catalyst en se basant sur sa position économique relativement peu importante, le moment de son acquisition des actions ordinaires de catégorie B de Corus (c.-à-d. qu'elle n'était pas un actionnaire à long terme et qu'elle avait acquis sa position après l'annonce de l'opération proposée), et son statut d'« investisseur activiste ». Le comité a pris soin de souligner que ces facteurs n'avaient pas influé sur sa décision dans cette affaire, et que [TRADUCTION] « [l']importance de la participation en actions ou le moment de leur acquisition, si ces éléments ont une incidence, varient d'une affaire à l'autre et ne peuvent servir à énoncer un principe général ».

Pertinence de l'intervention

Dans le cadre de son évaluation de la pertinence de la requête de Catalyst, la CVMO a jugé que le fait d'accorder à Catalyst la qualité pour agir [TRADUCTION] « porterait atteinte de façon indue aux attentes légitimes des acteurs du marché, dont les actionnaires minoritaires, à l'égard du calendrier de mise en œuvre des opérations commerciales. Le caractère tardif de l'intervention pourrait nuire à l'équité, à l'efficacité et à la confiance envers nos marchés des capitaux ». Bien que la CVMO ait confirmé qu'elle serait disposée à intervenir dans des situations où une offre est abusive, contrevient au droit des valeurs mobilières en Ontario ou à un principe crucial sous-jacent, ou porte atteinte à l'intégrité des marchés des capitaux, y compris lorsque l'information fournie est en cause ou autrement, elle a déclaré que [TRADUCTION] « lorsqu'une requête est introduite tardivement sans information nouvelle ou sans soulever de questions essentielles en regard de l'opération en cause, les preuves montrant que l'intérêt public est en jeu devront être plus convaincantes que celles fournies par la requérante ».

Le rôle du personnel de la CVMO

La décision comporte un certain nombre d'observations intéressantes à propos du rôle du personnel de la CVMO dans le cadre d'une opération contestée et de l'instruction d'une requête en vertu de l'article 127. Plus particulièrement, le comité a accepté l'argument du personnel de la CVMO voulant que les tiers ne doivent pas s'attendre à ce que le personnel les informe de leurs conclusions ayant trait à leur examen d'une opération d'une société

ouverte ou d'une plainte — ce qui a des conséquences éventuelles importantes pour les parties intéressées désirant contester une opération à l'avenir. Le comité a également expressément accepté l'argument du personnel de la CVMO selon lequel les membres du personnel [TRADUCTION] « [...] n'agissent pas comme gardiens face à la décision d'une partie d'introduire ou non une requête devant la Commission » – la décision d'introduire une requête et du moment opportun pour la présenter appartient à la partie privée. Il existe une divergence entre cet élément de la décision et la conception traditionnelle que se fait le marché du rôle important que joue généralement le personnel de la CVMO à l'égard de l'exercice par la CVMO de sa compétence en matière d'intérêt public, comme cela se traduit d'ailleurs dans une certaine mesure dans d'autres éléments de la décision de la CVMO dans *Corus Entertainment*.

Conclusion

En décidant de diviser l'audience et d'en tenir une sur la qualité pour agir et une autre sur le bien-fondé de la requête, puis en se prononçant contre Catalyst sur la qualité, la CVMO a fixé d'importantes limites quant aux circonstances dans lesquelles une partie privée peut raisonnablement s'attendre à pouvoir exercer devant la CVMO le recours fondé sur l'intérêt public en vertu de l'article 127 de la LVM. Les questions soulevées par la décision rendue dans *Corus Entertainment* seront donc des facteurs importants dont les parties devront tenir compte pour évaluer les actes et les méthodes utilisées dans le cadre d'une opération contestée en regard de laquelle elles pourraient souhaiter exercer un recours devant la CVMO.

Plus particulièrement, bien que la CVMO n'ait pas fermé la porte aux parties privées introduisant une requête à un moment tardif du processus lié à une opération pour laquelle elles demandent que la CVMO exerce sa compétence en matière d'intérêt public (elle a en fait reconnu qu'il pourrait y avoir des cas où, même à un moment tardif du processus, une telle requête puisse être d'intérêt public), la décision *Corus Entertainment* expose clairement la position de la CVMO, qui, en pratique, restreindra probablement de façon significative la capacité d'une partie voulant faire preuve de stratégie en attendant jusqu'à la dernière minute pour introduire une requête afin de retarder la tenue d'une assemblée des actionnaires ou la réalisation d'une opération. En conséquence de cette décision, il appert manifestement que les plaignants qui ne font rien et attendent jusqu'au tout dernier moment pour agir devront s'acquitter d'un lourd fardeau de preuve pour empêcher le rejet de leurs requêtes. Il est également prévisible que les nouveaux recours mettent davantage l'accent sur les questions relatives à la qualité pour agir que par le passé.

En fin de compte, le fait que la CVMO accorde la qualité pour agir à une partie requérante privée en vue d'une audience d'intérêt public aux termes de l'article 127 de la LVM dépendra de son appréciation des faits et circonstances propres à l'affaire. Dans la foulée du jugement *Corus Entertainment*, en plus des facteurs énoncés précédemment dans *MI Developments*, il semble probable que les éléments suivants soient pris en compte :

- le moment d'introduction de la requête;
- si des lacunes dans l'information fournie sont alléguées, les renseignements par ailleurs disponibles sur le marché ou ayant fait l'objet d'un débat public entre les parties, le cas échéant;
- la position du personnel de la CVMO quant aux allégations et leur point de vue sur la qualité pour agir;
- l'incidence de la décision sur l'émetteur et ses actionnaires.

Osler a représenté Corus Entertainment dans le cadre de son acquisition de Shaw Media et de

l'instance devant la CVMO.