

# Le personnel de la commission des valeurs mobilières relève la barre en ce qui concerne les opérations conflictuelles

27 JUILLET 2017 15 MIN DE LECTURE

## Expertises Connexes

- [Fusions et acquisitions](#)
- [Gouvernance d'entreprise](#)
- [Marchés financiers](#)
- [Mines et ressources naturelles](#)
- [Services bancaires et financiers](#)

Auteurs(trice): [Alex Gorka](#), [Emmanuel Pressman](#), [Jeremy Fraiberg](#)

Dans un important [avis du personnel](#) publié le 27 juillet 2017, le personnel des autorités en valeurs mobilières de l'Ontario, du Québec, de l'Alberta, du Manitoba et du Nouveau-Brunswick (le personnel) a annoncé son intention de soumettre les opérations donnant lieu à d'importants conflits d'intérêts et qui sont régies par le *Règlement 61-101 sur les mesures de protection des porteurs minoritaires lors d'opérations particulières* (Règlement 61-101) à un examen réglementaire plus rigoureux. Les opérations donnant lieu à d'importants conflits d'intérêts seront dorénavant examinées en temps réel pour en évaluer la conformité aux obligations prévues par le Règlement 61-101 et déterminer si une opération soulève des préoccupations en matière d'intérêt public.

Le personnel présente également des indications sur ses attentes quant à l'information enrichie et au rôle actif que doivent jouer les comités spéciaux composés d'administrateurs indépendants.

De plus, dans les cas où une attestation d'équité est obtenue concernant une opération donnant lieu à un important conflit d'intérêts, le personnel exige la communication de la rémunération du conseiller financier (mais non le montant de sa commission) ainsi que l'analyse financière sous-jacente à l'attestation.

## Examen de l'opération « en temps réel »

Depuis la création du Bureau des fusions et acquisitions de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (CVMO), le personnel de la CVMO joue un rôle plus actif dans l'examen des opérations qui se déroulent. L'Avis énonce clairement que le personnel surveille et examine en temps réel les opérations donnant lieu à un conflit d'intérêts important, à des fins de conformité et en vue de cerner et de résoudre les préoccupations en matière d'intérêt public.

L'examen en temps réel est habituellement enclenché par le dépôt du document d'information relatif à l'opération. Le personnel a précisé qu'il pouvait communiquer avec les émetteurs et leurs conseillers juridiques pour leur poser des questions et leur demander des renseignements supplémentaires. Lorsque le personnel décèle des problèmes de conformité ou des problèmes potentiels d'intérêt public, il peut demander que l'émetteur corrige l'information, obtenir les ordonnances appropriées ou prendre des mesures d'application de la loi.

Par contre, aux États-Unis, les circulaires de sollicitation de procurations pour des opérations sont examinées et commentées par la SEC avant d'être envoyées aux actionnaires. Étant donné que le personnel ne propose pas d'examiner les circulaires de sollicitation de

procurations avant de les envoyer, il existe un risque que les émetteurs aient à publier des informations supplémentaires ou corrigent l'information à l'intention des actionnaires à la suite des commentaires du personnel, entraînant des retards éventuels au niveau de l'opération. Cela s'est produit récemment dans le cas de la proposition de regroupement des actions de Frontier Rare Earths Limited; l'opération a été retardée de six mois, à la suite des commentaires du personnel de la CVMO relatifs à l'information sur Frontier et au processus suivi.

Afin d'éviter les retards et les risques relatifs à l'exécution d'une opération, les conseils d'administration devront adopter des processus rigoureux et s'assurer que l'information communiquée par l'émetteur peut résister à un examen réglementaire plus poussé.

## Comités spéciaux

L'Avis présente également des indications sur les attentes du personnel quant au rôle actif que doivent jouer les comités spéciaux composés d'administrateurs indépendants, dans le contexte d'opérations donnant lieu à un conflit d'intérêts important.

Même si le personnel reconnaît que les comités spéciaux ne sont rigoureusement exigés que dans les cas d'offres publiques d'achat faites par des initiés et qu'il existe d'autres façons de protéger les intérêts des actionnaires minoritaires, le personnel estime qu'il est généralement souhaitable de former un comité spécial pour toutes les opérations donnant lieu à un conflit d'intérêts important. Le personnel souligne que dans certains cas, le conseil d'administration peut régler les problèmes soulevés dans l'Avis et protéger adéquatement ces porteurs sans constituer de comité, par exemple lorsqu'il se compose entièrement d'administrateurs indépendants ou qu'il fait le nécessaire pour tenir ses délibérations sans ingérence ni influence des administrateurs en situation de conflit d'intérêts.

Le personnel estime que les comités spéciaux devraient être formés et participer tôt dans le processus, être composés d'administrateurs indépendants, être dotés d'un mandat fort, avoir recours aux services de conseillers indépendants et superviser ou effectuer directement les négociations. Parmi les autres signes permettant de reconnaître qu'un comité spécial est bien géré, on compte la tenue efficace des dossiers et la conduite non coercitive des parties intéressées. Le personnel reconnaît que, bien que le comité spécial puisse inviter des administrateurs non indépendants et d'autres personnes ayant des connaissances spécialisées à le rencontrer, à lui fournir de l'information et à exécuter ses instructions, des personnes non indépendantes ne devraient pas être présentes ni participer aux délibérations qui mènent à la prise de décisions.

Il est à noter que le personnel s'attend à ce que, dans les cas où un conseil d'administration ou un comité spécial donne son opinion raisonnable quant au caractère opportun ou équitable d'une opération donnant lieu à un conflit d'intérêts important, l'information fournie tienne compte des intérêts des porteurs minoritaires, et ne se limite pas uniquement à indiquer si l'opération est dans l'intérêt de l'émetteur. L'attention portée aux intérêts des actionnaires minoritaires pourrait entrer en conflit avec les obligations fiduciaires des administrateurs aux termes des lois sur les sociétés, envers la société, et non envers les actionnaires. L'Avis reconnaît ce conflit potentiel et offre un filet de sécurité : lorsque le conseil d'administration estime qu'il existe un tel conflit, le personnel s'attend à ce que le document d'information relatif à l'opération explique le conflit et la façon dont il est pris en compte dans la décision du conseil de soumettre l'opération à l'approbation des porteurs minoritaires.

## Information enrichie

Les normes relatives à l'information enrichie décrites dans l'Avis sont tirées d'un amalgame d'exigences prévues par la loi, de lignes directrices antérieures du personnel et de jurisprudence. L'Avis relie explicitement un bon processus à une bonne information, énonçant que « les obligations d'information enrichie [...] supposent qu'un processus efficace a été mis en place pour permettre au conseil d'administration d'informer adéquatement les porteurs quant au caractère opportun ou équitable de l'opération qui leur est proposée ».

Le personnel croit qu'en l'absence d'un processus efficace, l'information communiquée aux porteurs sera inférieure aux normes. Par conséquent, et dans le cadre de l'examen des opérations en temps réel, si le personnel perçoit des lacunes dans l'information fournie, cela pourrait mettre au jour des vices procéduraux, qui pourraient, à leur tour, mener à la tenue d'un examen réglementaire plus rigoureux, à exiger que l'émetteur corrige l'information ou à obtenir d'autres ordonnances ou mesures d'application de la loi appropriées.

Le personnel souligne qu'en général, l'information transmise dans le contexte d'une opération donnant lieu à un conflit d'intérêts important doit contenir un exposé approfondi de ce qui suit : (a) le processus d'examen et d'approbation; (b) le raisonnement et l'analyse du conseil d'administration ou du comité spécial; (c) l'opinion du conseil d'administration ou du comité spécial sur le caractère opportun ou équitable de l'opération; (d) les solutions de rechange à l'opération qui sont raisonnablement disponibles, notamment le statu quo; et (e) les avantages et les inconvénients de l'opération.

De plus, le personnel a cerné des problèmes relatifs à l'information sur le contexte et le processus d'approbation des opérations, notamment : (a) la transmission d'information inadéquate sur le contexte de l'opération projetée; (b) l'absence d'exposé pertinent du processus suivi par le conseil d'administration ou le comité spécial et du fondement de la recommandation de l'opération projetée; (c) l'omission de communiquer tout avis dissident d'administrateurs sur l'opération; et (d) la présentation d'information excessivement partielle relativement à une opération recommandée qui ne fait pas état des préoccupations qu'elle pourrait soulever ni des solutions de rechange disponibles.

Les exigences du personnel relativement à l'information enrichie sur le contexte rapprocheront la pratique canadienne de celle des États-Unis, où les émetteurs ont tendance à fournir de l'information plus soutenue et détaillée que leurs homologues canadiens.

## Attestations d'équité

Depuis que la Cour d'appel du Yukon a rendu sa décision dans *InterOil*, de nombreux débats ont pris part dans le milieu des fusions et acquisitions quant à savoir si la pratique canadienne relative aux attestations d'équité devrait être modifiée à la suite de cette décision. À ce jour, la pratique n'est pas homogène. Les participants au marché n'ont pas adopté de façon uniforme les trois principales pratiques avalisées par la Cour d'appel : communiquer l'analyse financière sous-jacente à l'attestation, communiquer le montant précis de la commission des conseillers, et retenir les services d'un conseiller pour obtenir une attestation d'équité contre rémunération fixe, qui n'est pas tributaire de la conclusion de l'attestation ou des résultats de l'opération.

L'Avis reconnaît que les attestations d'équité ne sont pas rigoureusement exigées dans les cas d'opérations donnant lieu à un conflit d'intérêts important et qu'il incombe au conseil d'administration et à tout comité spécial de déterminer si une attestation d'équité est nécessaire. Le personnel renvoie également aux conseils d'administration et aux comités

spéciaux quant au caractère approprié des ressources financières mobilisées pour retenir les services d'un conseiller pour fournir une attestation d'équité, y compris le versement d'une rémunération conditionnelle à la conclusion de l'opération.

Cependant, dans le contexte d'opérations donnant lieu à un conflit d'intérêts important, et lorsqu'une attestation d'équité a été obtenue, le personnel s'attend à ce que le document d'information sur l'opération :

- présente l'entente de rémunération, notamment précise si le conseiller financier reçoit une commission fixe, une commission conditionnelle à la transmission d'une attestation définitive ou une commission conditionnelle à la conclusion de l'opération;
- explique la façon dont le conseil ou le comité spécial a tenu compte de l'entente de rémunération avec le conseiller financier lors de l'examen des conseils fournis par celui-ci;
- expose tout autre lien ou toute autre entente entre le conseiller financier et l'émetteur ou une partie intéressée qui pourrait être perçue comme un manque d'indépendance à l'égard des conseils reçus ou de l'attestation fournie;
- contient un résumé clair de la méthode, de l'information et de l'analyse qui ont servi à délivrer l'attestation (notamment, le cas échéant, les mesures financières, et pas uniquement une description) pour permettre aux lecteurs d'en comprendre le fondement sans leur fournir excessivement d'information;
- explique la pertinence de l'attestation d'équité dans la décision du conseil d'administration et du comité spécial de recommander l'opération.

Le personnel invite expressément les participants au marché à consulter les règles relatives aux attestations d'équité de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM), qui s'appliquent aux attestations d'équité fournies par des courtiers membres de l'OCRCVM dans les opérations relevant du Règlement 61-101. Les pratiques du marché varient quant au degré de conformité et d'information fournie par rapport aux Avis de l'OCRCVM; le débat se poursuit, et l'incertitude subsiste quant à savoir si les règles de l'OCRCVM exigent ou non la communication du montant de la commission reçue par un conseiller financier, tant pour des évaluations que pour des attestations d'équité.

Il est maintenant clair que le personnel s'attend à ce que l'analyse financière sous-jacente à l'attestation d'équité soit communiquée et que, de manière générale, le personnel n'exige pas la communication du montant de la commission reçue par un conseiller financier. Fait intéressant, le personnel n'a pas exigé ou avalisé le recours à des attestations moyennant une commission fixe, ou la communication du montant de la commission d'un conseiller, deux des principaux points dans la [récente décision \*InterOil\*](#).

Les obligations d'information enrichie énoncées dans l'Avis permettront de mettre les pratiques canadiennes davantage au diapason des pratiques américaines. Selon la pratique aux États-Unis, lorsqu'une attestation d'équité est incluse dans une circulaire d'information, une analyse financière détaillée est habituellement communiquée. Cependant, aux États-Unis, la pratique la plus répandue est de communiquer le montant de la commission du conseiller financier, et pas uniquement la structure de l'entente de rémunération.

## Conclusion

Depuis 1977, au moment de la publication de la politique 3-37 de la CVMO, jusqu'au point culminant de l'adoption du Règlement 61-101 en 2008, le cadre réglementaire applicable aux

opérations canadiennes donnant lieu à un conflit d'intérêts important a fait l'objet de révision périodique. Au cours des années qui ont suivi 2008, l'évolution dans ce domaine a été largement tributaire des décisions réglementaires rendues dans le contexte d'opérations contestées. À l'exception des attentes en matière d'information enrichie à l'égard des attestations d'équité, des parties significatives de l'Avis devraient être considérées comme la présentation des opinions du personnel concernant l'approche adoptée par les commissions en matière d'opérations donnant lieu à d'importants conflits d'intérêts depuis 2008. Par conséquent, le processus adopté par les conseils d'administration et les comités spéciaux bien avisés, dans le contexte d'opérations donnant lieu à un conflit d'intérêts important, ne sera pas touché de façon significative.

Ce qu'il faut surtout retenir est que le personnel annonce clairement qu'il jouera un rôle plus actif dans l'examen des opérations en cours. Afin d'éviter les retards et les risques relatifs à l'exécution d'une opération, les conseils d'administration devront adopter des processus rigoureux et fournir une information enrichie, pouvant résister à un examen réglementaire plus poussé.

Il est important de souligner que l'Avis se limite aux « opérations donnant lieu à un conflit d'intérêts important » qui sont régies par le Règlement 61-101, soit une offre d'achat faite par un initié, une offre publique de rachat, un regroupement d'entreprises et une opération avec une personne apparentée, qui soulève des préoccupations importantes au sujet de la protection des porteurs minoritaires. De façon générale, l'Avis n'englobe pas les opérations donnant lieu à un conflit accessoire, comme une opération qui ne constitue un regroupement d'entreprises qu'en raison d'avantages accessoires liés à l'emploi. Le temps dira si les lignes directrices du personnel ont des « retombées » ou si elles encadrent les pratiques du marché dans le contexte d'opérations non conflictuelles.

Nous notons que les organismes de réglementation des valeurs mobilières de l'Alberta, du Manitoba et du Nouveau-Brunswick ont adopté le Règlement 61-101 le 20 juillet 2017. Comme la majorité des sociétés ouvertes canadiennes qui étaient déjà assujetties au Règlement 61-101 du fait d'être des émetteurs assujettis en Ontario ou au Québec, ou d'être inscrites à la cote de la TSX-V, l'application du Règlement 61-101 n'entraînera pour elles aucun changement supplémentaire autre que l'intervention possible des organismes de réglementation des valeurs mobilières en Alberta, au Manitoba et au Nouveau-Brunswick sur des questions touchant le Règlement 61-101.

*\* Alex Gorka a été l'un des premiers rédacteurs de l'Avis multilatéral 61-302 du personnel des ACVM – Examen du personnel et commentaires sur le Règlement 61-101, alors qu'il était en détachement spécial du Bureau des fusions et acquisitions de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario.*