

Nouveau régime d'offres publiques d'achat

25 FÉVRIER 2016 15 MIN DE LECTURE

Expertises Connexes

- [Fusions et acquisitions](#)
- [Gouvernance d'entreprise](#)
- [Marchés financiers](#)
- [Produits dérivés](#)
- [Services bancaires et financiers](#)

Auteurs(trice): [Jeremy Fraiberg](#), [Douglas Bryce](#), [Emmanuel Pressman](#), [Alex Gorka](#),
Robert M. Yalden

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) ont publié des modifications fondamentales au régime d'offres publiques d'achat qui devraient entrer en vigueur le 9 mai 2016. Les modifications accorderont plus de temps aux émetteurs visés pour réagir à une offre hostile, qui se traduira concrètement par un régime « offre permise » de 105 jours et un régime d'offres publiques d'achat harmonisé à l'échelle du Canada lorsque le *Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat* (le *Règlement 62-104*) sera adopté en Ontario. Les modifications entraînent des incidences importantes sur l'utilisation de régimes de droits à la fois tactiques et stratégiques, et peuvent également influencer la façon dont les opérations seront structurées à l'avenir.

Les modifications sont sensiblement identiques aux [modifications proposées publiées pour consultation en mars 2015](#), la principale différence était la période d'ouverture minimale de 120 jours qui a été réduite à 105 jours. Ce changement a été apporté afin de veiller à ce que les initiateurs qui présentent des offres de 105 jours puissent prolonger leurs offres d'une période de 10 jours tout en se prévalant des dispositions sur les acquisitions forcées en vertu des lois canadiennes sur les sociétés, qui autorisent une acquisition forcée si les détenteurs de 90 % des actions (autres que les actions détenues par l'initiateur ou ses entités affiliées et apparentées) ont accepté une offre dans les 120 jours suivant la présentation de l'offre. Les ACVM ont indiqué que le raccourcissement de la période d'ouverture minimale de 120 à 105 jours répond à l'objectif de la politique voulant qu'une plus longue période fixe soit allouée au conseil de l'émetteur visé pour répondre à une offre tout en veillant à ce qu'il soit raisonnablement réalisable pour un initiateur de se prévaloir des dispositions sur les acquisitions forcées. Le raccourcissement de la période d'ouverture minimale sera également bien accueilli par les participants du marché qui jugeaient la période d'ouverture minimale de 120 jours trop longue et susceptible d'avoir un effet dissuasif sur le niveau d'activité entourant les offres publiques d'achat.

Les ACVM ont également publié en même temps la version définitive des modifications au système d'alerte qui exige la divulgation de la participation dans les sociétés ouvertes – [voir notre bulletin *Actualités* d'Osler](#).

Survol

En vertu des modifications, toutes les offres publiques d'achat ne faisant pas l'objet d'une dispense (y compris les offres partielles) seront assujetties aux nouvelles exigences suivantes :

- **Obligation de dépôt minimal de plus de 50 % des titres** – Les offres seront assujetties au dépôt minimal obligatoire de plus de 50 % des titres en circulation de la catégorie visée par

l'offre, à l'exclusion de ceux dont l'initiateur et les personnes agissant de concert avec lui ont la propriété véritable ou sur lesquels ils exercent une emprise (l'obligation de dépôt minimal).

- **Prolongation obligatoire de 10 jours** – Après que l'obligation de dépôt minimal aura été respectée et que toutes les autres conditions de l'offre auront été remplies ou auront fait l'objet d'une renonciation, l'offre devra être prolongée d'une période d'au moins de 10 jours (la prolongation obligatoire de 10 jours).
- **Délai de dépôt de 105 jours** – Les offres devront demeurer ouvertes pendant un délai minimal de 105 jours, sous réserve de deux exceptions. Premièrement, le conseil d'administration de l'émetteur visé peut publier un « communiqué relatif au délai de dépôt » à l'égard d'une offre publique d'achat proposée ou lancée, prévoyant un délai initial de dépôt de moins de 105 jours et d'au moins 35 jours. Ainsi, le cas échéant, toute autre offre en cours ou subséquente pourra également bénéficier du délai minimal de dépôt abrégé, calculé à partir de la date à laquelle cette autre offre est présentée. Deuxièmement, si un émetteur annonce par communiqué qu'il a conclu une « opération de remplacement » – une opération de changement de contrôle amicale qui n'est pas une offre, telle qu'un arrangement –, toute autre offre en cours ou subséquente pourrait alors bénéficier d'un délai de dépôt d'au moins 35 jours calculé à partir de la date à laquelle cette autre offre est présentée (le délai obligatoire de 105 jours).

Points saillants

Les principales conséquences des modifications sont les suivantes :

- Le délai obligatoire de 105 jours donnera aux administrateurs des émetteurs visés au Canada plus de temps pour réagir à une offre publique d'achat et trouver des solutions de rechange. Dans le cadre du régime actuel, qui prévoit une période d'ouverture minimale de 35 jours, les émetteurs se sont servis des régimes de droits afin de prolonger le délai de dépôt. Ces régimes de droits ont fait par le passé fait l'objet d'une interdiction d'opérations par les autorités en valeurs mobilières dans les 50 à 70 jours suivant la présentation d'une offre (bien qu'on ait vu des variations considérables dans de récentes décisions concernant des pilules empoisonnées). Un régime de droits des actionnaires type prévoit une « offre permise » de 60 jours ne déclenche pas le régime de droits si l'offre demeure ouverte pendant au moins 60 jours et comprend des dispositions équivalentes à l'obligation de dépôt minimal et à la prolongation obligatoire de 10 jours. Le délai obligatoire de 105 jours fera en sorte que les conseils d'administration disposent d'au moins 105 jours pour réagir à une offre initiale non sollicitée.
- Les coûts et les risques pour les initiateurs hostiles peuvent augmenter en accordant aux émetteurs visés plus de temps pour réagir. Des coûts de financement plus élevés, par exemple, ainsi que la probabilité accrue d'un intrus pourraient faire augmenter les coûts et les risques du point de vue de l'initiateur hostile. Malgré cette possible augmentation des coûts et des risques, l'offre hostile demeurera plus facile à réaliser au Canada qu'aux États-Unis. Les initiateurs hostiles au Canada veilleront généralement à ce que leur offre soit

menée à terme après 105 jours, si toutes les autres conditions de l'offre ont été remplies ou ont fait l'objet d'une renonciation. À l'opposé, les régimes de droits applicables aux États-Unis ne peuvent généralement être exclus qu'à la suite d'une course aux procurations fructueuse pour remplacer une majorité des administrateurs siégeant au conseil de l'émetteur visé constitué en vertu des lois américaines – un processus qui peut prendre bien plus d'un an si le conseil d'administration de l'émetteur visé est renouvelable par tranches.

- Les offres publiques d'achat amicales peuvent toujours être réalisées en 35 jours à compter de la présentation de l'offre.
- Les offres partielles seront considérablement plus difficiles à réaliser en raison de l'obligation de dépôt minimal. La prolongation obligatoire de 10 jours dans le cas d'une offre partielle sera limitée à exactement 10 jours et l'initiateur ne pourra pas prolonger son offre partielle à l'expiration de la période.
- La possibilité de procéder à des offres visant une partie ou la totalité sera éliminée en raison de l'obligation de dépôt minimal.
- Les offres publiques d'achat pour un émetteur visé ayant des actionnaires minoritaires importants seront plus difficiles à réaliser en raison de l'obligation de dépôt minimal. Il pourrait arriver dans certaines circonstances exceptionnelles que les organismes de réglementation des valeurs mobilières accordent une dispense de l'obligation de dépôt minimal afin de permettre de procéder à une offre non coercitive sans le soutien des nombreux actionnaires minoritaires qui n'appuient pas l'offre (p. ex., dans les circonstances où l'actionnaire minoritaire important pourrait avoir d'autres motifs pour ne pas accepter une offre qui est autrement appuyée par une nette majorité des autres actionnaires minoritaires).

Incidences sur les régimes de droits des actionnaires

Les régimes de droits en présence d'offres

Les modifications n'abordent pas de façon précise la façon dont les régimes de droits seront traités après l'entrée en vigueur du régime d'offres publiques d'achat. Dans les commentaires joints aux modifications, les ACVM ont simplement indiqué que l'Avis 62-202 relatif aux mesures de défense (la politique selon laquelle les organismes de réglementation des valeurs mobilières examinent les mesures de défense, incluant les régimes de droits) demeure valide après la mise en application des modifications.

Nous croyons que les régimes de droits ne pourront pas demeurer en vigueur après une offre de 105 jours faite en bonne et due forme, sauf circonstances inhabituelles, et que, par conséquent, les organismes de réglementation des valeurs mobilières seront moins souvent appelés à tenir des audiences pour décider à quel moment le régime doit être écarté. Il en résultera plus de certitude quant aux délais applicables aux offres, comparativement au régime actuel. Dans certaines circonstances exceptionnelles, les organismes de réglementation pourraient permettre à un régime de droits de retarder une offre au-delà de 105 jours, notamment lorsqu'une nette majorité des actionnaires ont approuvé le régime de droits à l'encontre de l'offre, ou lorsque surviennent de nouveaux faits dans une situation de surenchère qui justifient d'accorder plus de temps à l'émetteur visé.

Puisque les modifications donneront aux émetteurs visés 105 jours pour réagir à une offre hostile (soit une période qui dépasse amplement le délai que les organismes de réglementation des valeurs mobilières ont habituellement accordé aux émetteurs canadiens avant l'interdiction d'opérations à l'égard d'un régime de droits), les émetteurs visés pourraient, dans bien des cas, conclure qu'ils disposent de suffisamment de temps pour réagir à l'offre hostile sans devoir adopter un régime de droits. Aussi croyons-nous que les émetteurs seront moins enclins à adopter des régimes de droits, que ce soit « sur le plan stratégique » lors de leurs assemblées annuelles, ou « sur le plan tactique », en réponse à une offre.

Puisque les modifications ne s'appliquent pas aux offres qui font l'objet d'une dispense, les régimes de droits auront toujours un rôle à jouer pour protéger les émetteurs visés des « prises de contrôle rampantes », comme les offres qui sont faites dans le cadre de dispenses pour achats dans le cours normal des activités ou pour contrats de gré à gré, et prévenir les conventions de dépôt irrévocables. Les émetteurs peuvent également tenter d'adopter des « plans de vote » tactiques dans le cadre de courses aux procurations (par exemple, un régime de droits dont le seuil est inférieur à 20 %), mais il reste à voir comment les organismes de réglementation réagiront à de tels régimes de droits.

Régimes de droits dont le renouvellement est fixé à la date de la prochaine assemblée annuelle

Dans le cas des émetteurs ayant un régime de droits dont le renouvellement est fixé à la date de la prochaine assemblée annuelle, la principale question est celle de savoir quels sont les changements qu'ils doivent apporter, s'il y a lieu, à leurs régimes de droits à la lumière des modifications.

Une issue raisonnable serait de modifier la définition du terme « offre permise » dans les régimes de droits pour qu'il désigne toute offre faite en bonne et due forme conformément au Règlement 62-104 (c.-à-d. toute offre faite conformément aux modifications). Nous suggérons que d'ici à ce que les cabinets offrant des services consultatifs sur les procurations aient publié une mise à jour de leur politiques sur les régimes de droits ou indiqué les changements aux régimes de droits qu'ils appuieront à la lumière des modifications, les émetteurs devraient reporter la modification de leurs régimes de droits jusqu'à ce qu'ils aient une bonne idée des changements qu'ils doivent apporter pour satisfaire aux exigences de ces cabinets, sachant que leurs recommandations sont habituellement suivies par leurs actionnaires institutionnels.

Notons qu'il y a risque de conflit entre les exigences de la plupart voire de tous les régimes de droits stratégiques et le Règlement 62-104. Par exemple, dans le cas d'une transaction amicale structurée sous forme d'arrangement, une offre publique d'achat hostile subséquente nécessiterait une période d'ouverture minimale de 60 jours dans le cadre d'un régime type de droits approuvés par ISS. Toutefois, en vertu des modifications, une offre hostile subséquente nécessiterait une période d'ouverture de 35 jours seulement.

Incidences sur les délais pour les opérations contestées

En vertu des modifications, les initiateurs hostiles qui déposent une offre initiale à l'endroit d'un émetteur visé doivent garder leur offre ouverte pendant au moins 105 jours. Toutefois, si l'émetteur visé conclut par la suite une opération avec un chevalier blanc, l'initiateur hostile pourra abrégier le délai de son offre d'un nombre de jours pouvant varier selon la structure de l'opération conclue avec le chevalier blanc.

Si l'opération avec un chevalier blanc est structurée comme une offre, l'initiateur hostile aura droit au même délai que celui de l'offre du chevalier blanc. Ainsi, si le délai de dépôt est de 35 jours dans le cas de l'offre du chevalier blanc, l'initiateur hostile pourra alors modifier son offre en abrégant le délai de dépôt de 105 jours à au moins 35 jours à compter de la date initiale de présentation, à la condition qu'un préavis d'au moins 10 jours soit donné pour la nouvelle date d'expiration. Si le délai de dépôt de l'offre du chevalier blanc est de 50 jours, l'initiateur hostile pourra uniquement abrégé le délai de dépôt à 50 jours. Par contre, si l'opération conclue avec le chevalier blanc est structurée comme une « opération de remplacement », telle qu'un arrangement, l'initiateur hostile pourra abrégé le délai de son offre à un délai minimal de 35 jours calculé à compter de la date initiale de présentation dans tous les cas, à la condition qu'un préavis d'au moins 10 jours soit donné pour la nouvelle date d'expiration.

Comme la période au cours de laquelle une offre publique d'achat hostile doit demeurer ouverte à la suite d'une opération conclue avec le chevalier blanc varie selon que l'opération est structurée comme une offre ou une opération de remplacement, les modifications ont incontestablement créé un incitatif à structurer une opération avec un chevalier blanc comme une offre plutôt que comme une opération de remplacement pour harmoniser les délais du chevalier blanc et ceux de l'initiateur hostile, ou même fournir un léger avantage au chevalier blanc en ce qui concerne les délais.

Par exemple, si l'opération conclue avec le chevalier blanc est structurée comme une offre de 105 jours, il pourrait éventuellement abrégé le délai de son offre, avec le consentement de l'émetteur visé, lorsque le chevalier blanc est en mesure de prendre en livraison des actions dans le cadre de l'offre. Puisque le chevalier blanc pourra donner un avis de modification afin d'abrégé le délai de son offre au plus tard le même jour que l'initiateur hostile, le chevalier blanc pourrait faire correspondre son délai à celui de l'initiateur hostile ou obtenir un léger avantage sur lui à cet égard. Il existe incontestablement des incitatifs similaires à structurer les opérations amicales sous forme d'offres plutôt que sous forme d'arrangements (ou d'autres « opérations de remplacement ») pour éviter le risque qu'un initiateur hostile plus offrant dispose d'un avantage au niveau des délais par rapport à l'opération amicale initiale.

Bien que les modifications permettent qu'une opération de chevalier blanc ou qu'une opération amicale soit structurée comme offres pour harmoniser les délais, ce ne sera probablement qu'un seul des facteurs pris en compte dans le choix de la structure appropriée et, en pratique, le délai pourrait avoir peu d'importance si l'opération de chevalier blanc ou l'opération amicale offre une valeur nettement supérieure pour les actionnaires.

Efficacité des modifications et règles transitoires

Les modifications devraient entrer en vigueur le 9 mai 2016. À cette date, la Partie XX de la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario sera modifiée, la *Rule 62-504 Take-Over Bids and Issuer Bids* de la CVMO sera abrogée et le régime des offres publiques d'achat en Ontario sera régi par le Règlement 62-104.

Les offres publiques d'achat présentées avant le 9 mai 2016 seront régies par les règles actuelles. Les règles actuelles régiront également les offres d'achat à l'égard d'un émetteur visé qui : a) a reçu l'offre d'achat avant le 9 mai 2016, ou b) a publié un communiqué avant le 9 mai 2016 annonçant son intention d'effectuer une opération de remplacement. Dans ces circonstances, les règles actuelles s'appliqueront jusqu'à l'expiration de l'offre ou la réalisation ou l'abandon de l'opération de remplacement, selon le cas.