



Blake, Cassels & Graydon s.e.n.c.r.l./s.r.l.
Avocats
Agents de brevets et de marques de commerce
600, boul. de Maisonneuve Ouest
Bureau 2200
Montréal (Québec) H3A 3J2 Canada
Tél. : 514-982-4000 Téléc. : 514-982-4099

Le 9 janvier 2013

**PAR COURRIEL
CONFIDENTIEL**

Monsieur Richard Boivin
Sous-ministre adjoint
Ministère des finances (Québec)
8, rue Cook
4e étage
Québec, QC G1A 0A4

Paul Martel, Ad. E.
Conseiller spécial
Bur. : 514-982-5070
paul.martel@blakes.com

Client/Objet : 00200825/000001

Objet : Mesures anti-prises de contrôle

Cher Monsieur Boivin,

LE MANDAT

Le mandat qui m'a été confié consiste à recenser les initiatives juridiques mises en place statutairement dans les États américains qui ont effectivement permis de mettre fin aux tentatives hostiles de prises de contrôle, et d'identifier celles qui, ajoutées à la *Loi sur les sociétés par actions*, permettraient aux entreprises constituées au Québec de mieux résister aux tentatives de prises de contrôle.

Il m'a été demandé de concentrer mon analyse sur les quatre États suivants : Pennsylvanie, New York, Delaware et Iowa.

D'entrée de jeu, la question des mesures « anti-takeovers » aux États-Unis est très vaste et complexe. Il existe plusieurs de ces mesures dans les lois américaines, qui varient selon les États. Pour avoir une idée juste de l'éventail possible de ces mesures, il est nécessaire de considérer l'ensemble d'entre elles, et non seulement celles dans les quatre États susmentionnés.

LES MESURES ANTI-TAKEOVERS AMÉRICAINES

On peut identifier cinq grands types standard de mesures statutaires anti-takeover aux États-Unis :

1. Les « control share acquisition statutes »;
2. Les « business combination statutes »;
3. Les « poison pill endorsement statutes »;

4. Les « constituency statutes »;
5. Les « classified boards ».

Chacune de ces mesures a été adoptée dans la majorité des États américains, sauf la troisième, que l'on retrouve dans la moitié d'entre eux¹. Certains États ont adopté l'ensemble des mesures, tandis que d'autres n'en ont adopté que certaines.

J'examinerai chacune de ces mesures, tour à tour, pour en décrire les variantes et ensuite voir leur pertinence pour le droit québécois.

Il faut comprendre qu'en matière d'offres de prise de contrôle, deux écoles de pensée s'affrontent aux États-Unis. La première préconise le « shareholder choice », c'est-à-dire la prérogative des actionnaires de se prononcer sur toute offre reçue, tandis que la seconde, dite de la « directors' discretion », privilégie le pouvoir d'intervention éclairé du conseil d'administration en cette matière. La première mesure anti-takeover (« control share acquisition ») s'inscrit dans la première école, et les quatre autres, dans la seconde.

1. CONTROL SHARE ACQUISITIONS

Le premier type de mesure statutaire anti-takeover, appelé « control share acquisition statutes », consiste généralement à retirer aux « actions de contrôle », c'est-à-dire celles donnant droit à plus de 20% des voix, acquises par un acquéreur, leur droit de vote², jusqu'à ce que les actionnaires de la société autres que l'acquéreur et des personnes liées à lui ainsi que les administrateurs et dirigeants, à la majorité (aux 2/3, au Maryland (3-702) et en Idaho (30-1607)) des voix, décident par résolution de lui redonner ce droit de vote.

Plus de la moitié des États ont adopté cette mesure (à quelques variantes près) mais sur les quatre États ciblés par le mandat, seule la Pennsylvanie (art. 2564) l'a fait.

Dans cet État, la loi précise que l'acquéreur doit, pour qu'une assemblée des actionnaires soit saisie de la question du vote des actions qu'il entend acquérir, fournir une déclaration d'information au contenu prescrit (dont, notamment, ses

¹ Lucian Arye BEBCHUK et Allen FERRELL, *On Takeover Law and Regulatory Competition*, (2002) 57 Bus. Law. 1047.

² Au Wisconsin (art. 180.1150), ce droit de vote n'est pas annulé, mais réduit à 10%. Au Nebraska (art. 21-2451), le droit de vote est retiré pour des sujets autres que l'élection des administrateurs.

projets par rapport à la société, incluant une « business combination », une liquidation, une fermeture ou vente d'usine, une vente des biens, un transfert des activités ou du travail à un autre endroit, un changement de la gestion ou des politiques de travail, un changement dans l'implication communautaire ou charitable, un changement dans les relations avec les fournisseurs ou clients , etc.) (art. 2566) ainsi qu'une preuve de l'obtention du financement de la transaction d'acquisition (art. 2565(d)).

La loi ajoute que l'acquisition des « control shares » doit survenir dans les 90 jours de l'adoption de la résolution des actionnaires à défaut de quoi le droit de votre conféré aux actions acquises devient caduc (art. 2564(b)).

Dans d'autres États, ce délai est porté à 180 (South Dakota, Minnesota, Hawaii) ou même 360 (Ohio) jours. En outre, les clauses statutaires sur les « control share acquisitions » sont parfois bonifiées par l'une ou l'autre (ou les deux) des dispositions suivantes :

- Le droit pour la société, si ses statuts de prévoient, et si l'acquéreur ne produit pas la déclaration d'information ou s'il n'obtient pas le vote requis des actionnaires, de racheter les actions acquises dans un délai variant de 30 (Kansas, Idaho, Nevada, South Dakota, Arizona) à 60 (Floride, Indiana, Oklahoma, Virginie, Wyoming, Minnesota, Massachusetts) jours de la date de l'acquisition ou, selon le cas, de l'assemblée, à leur « juste valeur » (ou dans certains États, à la valeur du marché, ou, dans d'autres, aux prix moyen payé par l'acquéreur).
- Le droit de dissidence pour les actionnaires qui ne votent pas en faveur de la résolution (Oklahoma, Virginie, Nevada, South Dakota, Wyoming, Indiana).

L'État d'Hawaii va plus loin et déclare que si l'acquisition de « control shares » n'est pas autorisée par les actionnaires, (autres que l'acquéreur, à la majorité) ou si elle ne se déroule pas dans les 180 jours de cette autorisation, les actions acquises sont non votantes, non transférables pendant un an, et rachetables par la société pendant un an au prix payé pour les actions ou à leur valeur aux livres (art. 414E-2).

Dans certains États (la Pennsylvanie n'en fait pas partie), les sociétés peuvent exclure l'application des dispositions de « control share acquisitions » par une clause dans leur acte constitutif (avant l'acquisition, précise-t-on parfois) ou, selon le cas, leurs règlements.

Il est indubitable que de telles dispositions sur les acquisitions de « control shares » ont un effet dissuasif sur les offres hostiles de prise de contrôle. Si après la prise de contrôle l'offrant ne parvient pas à recueillir le vote favorable des actionnaires qui n'ont pas accepté son offre, il s'expose à ne pas pouvoir voter les actions qu'il a acquises, et, le cas échéant, à se faire racheter ces actions par la société-cible. Il a donc tout intérêt à demander la tenue de l'assemblée avant de lancer son offre ou d'acquérir des actions, car à ce moment les actionnaires qui voteront incluront ceux qui sont susceptibles d'accepter cette offre; pleinement renseignés sur les intentions de l'offrant quant à la société, ils pourront en toute connaissance de cause lui accorder la majorité requise. Tout ceci donne plus de temps à la société pour négocier avec l'offrant ou de rechercher une meilleure offre.

Il s'agit là d'une mesure anti-takeover radicale qui n'a aucun équivalent au Canada et qui pourrait être insérée dans la *Loi sur les sociétés par actions* sans que cela ne vienne en conflit avec la réglementation en valeurs mobilières. Encore faudra-t-il examiner de près les exceptions à la mesure énoncées dans les diverses lois américaines. Mais comme nous allons le voir, cette mesure est par elle-même d'une efficacité douteuse : dans la majorité des États américains, elle est renforcée par des mesures additionnelles, comme les « business combination statutes ».

On peut aussi signaler que dans certains États tel la Pennsylvanie (2571 ss) et l'Ohio (1707.043), la loi ajoute au « control share acquisition statute » des mesures anti-manipulation sévères, à l'effet que si dans les 18 mois de l'acquisition du contrôle de la société, il y a disposition d'« equity securities » de celle-ci, le profit réalisé sur cette disposition doit être remis à la société. Ce genre de mesure est toutefois très rare aux États-Unis. Je joins en annexe les dispositions pertinentes des lois des deux États susmentionnés.

2. BUSINESS COMBINATIONS

Le second type de mesure anti-takeover consiste à restreindre les opérations (« business combinations ») avec lui-même ou des entités liées que l'acquéreur peut faire effectuer à la société acquise, et de ce fait à rendre moins attrayante la prise de contrôle de celle-ci, si l'objectif de l'acquéreur était d'effectuer ces opérations à court terme, par exemple pour l'aider à financer son acquisition à même les actifs de la société.

Ce genre de disposition a été mis en place en tant que mesure de « troisième génération », parce que les États ont constaté l'insuffisance des « control share acquisition statutes », mesure de « seconde génération »; ainsi que de celle de

« première génération » qui consistait à réglementer le caractère équitable des offres hostiles; dont on trouve une manifestation en droit canadien dans le *Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat*.

On retrouve des « business combination statutes »³ dans plus d'une trentaine d'États, incluant les quatre États ciblés par le mandat. Le Delaware a été l'un des derniers États à adopter ces mesures de « troisième génération » (en 1991); il l'a fait pour des raisons de concurrence avec les autres États.

En gros, ces dispositions interdisent les « business combinations » de la société (fusions, vente de biens, émissions et transferts d'actions, liquidation, reclassification de valeurs mobilières, et autres transactions) avec un « actionnaire intéressé » (détenteur direct ou indirect de 20% ou plus des actions votantes) pendant une période variant, selon les États, entre 2 et 5 ans suivant la date d'acquisition des actions par l'« interested shareholder », sauf si ces opérations sont soit pré-approuvées par le conseil d'administration de la société avant que l'acquéreur devienne un « actionnaire intéressé », soit approuvées par les actionnaires autres que l'« actionnaire intéressé » à une majorité fixée le plus souvent aux deux tiers, mais pouvant varier, selon les États, entre la majorité simple (Minnesota) et 95% (Caroline du Nord). Il est la plupart du temps permis aux sociétés de se soustraire à ces exigences en excluant leur application dans leurs statuts ou leur règlements, mais cet « opting-out » peut être soumis à des restrictions, comme le fait qu'il ne peut avoir d'effet avant un an (Delaware, Illinois, Oklahoma, Oregon, Rhode Island) ou davantage (18 mois au Texas et au Minnesota), ou encore qu'il requiert une super-majorité (Connecticut, Michigan) ou une majorité excluant l'actionnaire intéressé (Minnesota).

On retrouve habituellement dans les « business combination statutes » une série d'opérations décrites en détails qui sont soustraites à l'interdiction. Il faudra les regarder de près si le modèle des « business combination statutes » doit être utilisé au Québec.

Au Delaware, la loi (203) prévoit aussi une exception à l'interdiction lorsque l'acquéreur détient 85% des actions votantes (sans compter celles des administrateurs et dirigeants et celles dans les « employee stock plans ») au moment de l'opération. D'autres États, tels l'Oklahoma (18-10903), l'Oregon (60.835), l'Iowa (490.1110), la Floride (607.0901), l'Illinois (ch. 32, art. 11.75) et

³ Voir à ce sujet Robert E. SUGGS, « Business Combination Antitakeover Statutes – The Unintended Repudiation of the Internal Affairs Doctrine and Constitutional Constraints on Choice of Law », (1995) 56 Ohio S.L. J. 1097.

le Kansas (17-12,101), prévoient la même exception. Le Massachusetts (C. 110F) et la Georgie aussi, sauf qu'ils fixent cette détention à 90%.

La caractéristique de ce genre de mesure est qu'elle participe non seulement de la philosophie du « shareholder choice » (vote des actionnaires) mais aussi et peut-être davantage du « directors' discretion ». En effet, presque invariablement la « business combination » est permise si le conseil d'administration l'a approuvée d'avance, avant l'acquisition des actions par l'acquéreur. Dans ce cas, aucun vote des actionnaires n'est requis. L'offrant a donc tout intérêt à négocier avec le conseil pour obtenir son appui.

Le rôle du conseil d'administration étant déterminant, certaines juridictions américaines raffinent leurs dispositions sur les « business combinations » pour minimiser les risques de conflit d'intérêts des administrateurs. En Idaho (30-1704), au Minnesota (302A.673), en Arizona (10-27-41) et au Connecticut (33-844), par exemple, on exige que la pré-approbation soit donnée par un comité indépendant du conseil ou par la majorité des « desinterested directors ». Dans certains États, la pré-approbation des administrateurs est même la seule voie possible, aucun vote des actionnaires n'est en effet prévu pour autoriser l'opération pendant la période d'interdiction. On a donc opté pour la « directors' discretion », et écarter le « shareholder choice ». C'est le cas, notamment, du Minnesota, de l'Arizona, du Kentucky, du New Jersey, de New York, de la Georgie, du Rhode Island, du Missouri et de l'Idaho.

Certains États donnent un rôle accru au conseil d'administration après l'acquisition. Ils lui permettent d'approuver l'opération sans qu'un vote des actionnaires soit requis. Cependant, ils ne donnent le droit de vote qu'aux « continuing directors », c'est-à-dire ceux qui sont indépendants de l'offrant et qui étaient en poste avant l'acquisition. Il en va ainsi, notamment, du Mississippi (79-25-5) (80% des « continuing directors »), de l'Illinois (ch. 32, art. 7.85) (2/3 des « desinterested directors »), la Floride (607.0901) (majorité des « desinterested directors »), la Caroline du Nord (55-9-03) (nombre de « continuing directors » proportionnel au pourcentage d'actions non acquises), et du Kentucky (271B.12-210) (majorité des « continuing directors »).

Pour donner plus de latitude au conseil d'administration lorsqu'il a à décider d'approuver ou non l'opération, un bon nombre d'États a aussi adopté un « constituency statute » permettant aux administrateurs de tenir compte des intérêts d'autres parties que les actionnaires (les employés, notamment) ou de choisir que la société demeure indépendante. Nous y revenons plus loin.

Voici quels sont les « business combination statutes » dans les quatre États ciblés par le mandat :

En Iowa (490.1110) et au Delaware (203), les opérations avec l'acquéreur sont interdites pendant 3 ans, sauf si l'acquéreur détient 85% des actions, si l'opération est pré-approuvée par le conseil ou sauf si elle est approuvée par le conseil et par les 2/3 des actionnaires autres qu'« interested ». La loi permet un « opting-out » de l'interdiction dans les statuts ou les règlements avec effet reporté d'au moins 12 mois, non applicable à une opération avec un acquéreur dont l'acquisition est antérieure à l'amendement.

À New York (912), la période d'interdiction est de 5 ans et seule la pré-approbation du conseil d'administration peut permettre d'y échapper. Après 5 ans, l'opération est permise si pré-approuvée par le conseil ou approuvée par la majorité des voix des actionnaires sauf « interested ». Un « opting-out » de l'interdiction est permis dans les statuts, avec un effet reporté d'au moins 18 mois, non applicable à l'opération avec un acquéreur dont l'acquisition est antérieure à l'amendement.

En Pennsylvanie (2555), pendant 5 ans l'opération ne peut s'effectuer qu'avec la pré-approbation du conseil d'administration, ou avec l'approbation de la majorité des voix des actionnaires autres que l'acquéreur, en autant toutefois que ce dernier détienne au moins 80% des actions votantes et que l'opération satisfasse à une série de conditions minimales. Après 5 ans, l'opération peut avoir lieu soit si pré-approuvée par le conseil ou approuvée par la majorité des voix des actionnaires autres qu'« interested », ou par la majorité des voix des actionnaires (incluant l'acquéreur) si l'opération satisfait aux conditions.

Un « opting-out » est possible dans les statuts ou les règlements avec effet reporté d'au moins 18 mois, non applicable à une opération avec un acquéreur dont l'acquisition est antérieure à l'amendement (2551).

On constate qu'entre ces quatre États il y a une gradation d'intensité de l'interdiction. Le New York est le plus sévère, suivi de la Pennsylvanie, tandis que le Delaware et l'Iowa sont les moins exigeants.

Au Québec, les « opérations avec une personne apparentée » (« related party transactions ») et les « regroupement d'entreprises » (« business combinations ») sont déjà réglementés par le *Règlement 61-101 sur les mesures de protection des porteurs minoritaires lors d'opérations particulières* (c. V-1.1., r. 33). Tels que définis, ces deux types d'opérations visent généralement ce que

les lois américaines désignent des « business combinations ». Il faut toutefois signaler que les « regroupements d'entreprises » au Québec ne visent pas les opérations dans le cadre desquelles aucune « personne apparentée » n'obtient un « avantage accessoire » ou une contre partie différente de celle obtenue par les autres actionnaires, ce qui peut être plus restrictif que les « business combinations » américaines. Le *Règlement 61-101* requiert d'une manière générale, sous réserve d'une série d'exceptions, que ces opérations fassent l'objet d'une évaluation indépendante, soient examinées par un comité spécial du conseil d'administration composé d'administrateurs indépendants (ce qui se rapproche des « desinterested directors » dans certains États américains), et soient approuvées par la « majorité de la minorité », c'est-à-dire des « porteurs minoritaires » autres que les personnes retirant un bénéfice particulier de l'opération.

Les entreprises québécoises bénéficient donc déjà, dans l'état actuel de la loi, d'une certaine protection en matière de « business combinations », et ceci en tout temps, et non seulement pendant une période déterminée suivant une acquisition, comme dans plusieurs États américains. Il faut se demander si cette protection, soigneusement établie par les ACVM après mûre réflexion et diverses consultations, est vraiment insuffisante.

L'insertion dans la *Loi sur les sociétés par actions* de dispositions relatives aux « business combinations » inspirées de celles, par exemple du Delaware et de l'Iowa, qui seraient stipulées avoir priorité sur la réglementation en valeurs mobilières pendant une période donnée suivant une acquisition, changerait la donne pour les sociétés par actions québécoises, en ce qu'elle :

- hausserait la proportion des voix requises des « porteurs minoritaires » de la majorité aux 2/3, ce qui serait bon pour les actionnaires (« shareholder choice »); et
- conférerait au conseil d'administration le pouvoir d'approuver ces opérations sans que le vote des actionnaires soit requis, ce qui serait bon pour les administrateurs (« directors' discretion ») et moins bon pour les actionnaires.

Il resterait à voir s'il serait opportun, comme au Delaware et en Iowa, de permettre aux sociétés de se soustraire à ces dispositions par une clause d'« opting-out » dans leurs statuts.

L'approche canadienne en matière de valeurs mobilières s'inscrit nettement dans l'école de pensée « shareholder choice ». L'approche américaine en matière de

« business combinations » favorise plutôt le « directors' discretion ». C'est encore plus vrai si l'on s'inspire, par exemple, de la loi de New York et des autres États qui remettent la décision d'approuver l'opération au conseil d'administration seul.

Si tel est le choix retenu, il faudra vraisemblablement songer à instaurer aussi des mesures susceptibles de minimiser les conflits d'intérêts des administrateurs (en qualifiant seuls les administrateurs « desinterested » ou « continuing » pour prendre la décision), et, possiblement, de donner des coudées plus franches à ces administrateurs en adoptant un « constituency statute » leur permettant expressément de tenir compte d'autres intérêts que ceux des actionnaires.

3. « POISON PILLS ENDORSEMENT »

La mesure la plus efficace contre les prises de contrôle hostiles est sans contredit la « poison pill » ou « dragée toxique », appelée aussi « rights plan ». Cette mesure consiste pour le conseil d'administration à conférer aux actionnaires autres que l'acquéreur le droit de souscrire, à un coût nominal, à suffisamment d'actions pour diluer celles de l'acquéreur et le priver du contrôle qu'il vient d'acquérir. Le conseil d'administration se réserve, dans le plan qu'il met en place, la discrétion de le mettre à exécution s'il juge non-acceptable l'offre de l'acquéreur.

Aux États-Unis, les « poison pills » sont soumises au contrôle des tribunaux, qui examinent la conformité de leur mise en place avec les devoirs des administrateurs envers la société. Les tribunaux spécialisés du Delaware ont, au cours des 25 dernières années, développé un *corpus* jurisprudentiel qui fait autorité aux États-Unis en cette matière.

Ils ont confirmé le pouvoir des administrateurs d'adopter des mesures défensives à l'encontre d'offres qui constituent une menace pour la société (« threat to the firm's policy »), en autant que ces mesures soient proportionnelles à la menace (arrêt *Unocal* (1985)), et précisé que ceci s'applique aux « poison pills » (arrêt *Moran* (1985)). À partir du moment où la société est en vente, toutefois, les devoirs des administrateurs changent de défenseurs du bastion corporatif (à la *Unocal*) à ceux d'encanteurs chargés de maximiser la valeur de la société pour le bénéfice de ses actionnaires (arrêt *Revlon* (1986)).

Les administrateurs ne sont cependant pas obligés d'abandonner un « corporate plan » pour conférer un bénéfice à court terme aux actionnaires; ils peuvent, pour poursuivre la réalisation de ce plan, « just say no » à une offre (arrêt *Paramount c. Time* (1989)). À cette fin, ils peuvent adopter des mesures non

« preclusive » ou « coercitive » qui sont « within the range of reasonableness » (arrêt *Unitrin* (1995)). En effet, le tribunal doit soumettre la décision des administrateurs en position de conflit d'intérêts (ce qu'ils sont en réponse à une transaction changeant le contrôle de la société) à un « examen judiciaire rehaussé » (*enhanced scrutiny test*) du caractère raisonnable du processus décisionnel suivi ainsi que de la décision elle-même. Cet examen a été décrit en ces termes : (arrêt *Paramount c. QVC Network* (1994))

« Although an enhanced scrutiny test involves a review of the reasonableness of the substantive merits of a board's actions, a court should not ignore the complexity of the directors' task in a sale of control. There are many business and financial considerations implicated in investigating and selecting the best value reasonably available. The board of directors is the corporate decision-making body best equipped to make these judgments. Accordingly, a court applying enhanced judicial scrutiny should be deciding *whether the directors made a reasonable decision, not a perfect decision*. If a board selected one of several reasonable alternatives, a court should not second-guess that choice even though it might have decided otherwise or subsequent events may have cast doubt on the board's determination. Thus, courts will not substitute their business judgment for that of the directors, but will determine if the directors' decision was, on balance, *within a range of reasonableness*. »

Il semble donc que les tribunaux américains laissent à la *business judgment rule* protégeant les décisions d'affaires des administrateurs contre l'ingérence judiciaire un certain rôle lors de leur examen de la décision de ceux-ci en matière de changement de contrôle de la société. Cela ne signifie pas pour autant qu'ils aient carte blanche pour bloquer une transaction par des mesures défensives : il faut que leur décision soit raisonnable dans les circonstances.

Environ 40 États américains, en réaction à l'arrêt *Revlon* qui imposait aux administrateurs le devoir de maximiser la valeur des actions pour les actionnaires, ont adopté des dispositions statutaires pour les affranchir de ce devoir. Il s'agit des « constituency statutes » dont il est question plus loin.

Des États sont allés plus loin et ont expressément validé les mesures défensives adoptées par les administrateurs sur la base des « constituency statutes ».

Par exemple, le New Jersey (14A :6-1) ajoute à sa « constituency provision » :

« (2) In discharging his duties to the corporation and in determining what he reasonably believes to be in the best interest of the corporation, a director may, in addition to considering the effects of any action on shareholders, consider any of the following: (a) the effects of the action on the corporation's employees, suppliers, creditors and customers; (b) the effects of the action on the community in which the corporation operates; and (c) the long term as well as the short-term interests of the corporation and its shareholders, including the possibility that these interests may best be served by the continued independence of the corporation. »

la suivante:

« (3) If on the basis of the factors described in subsection (2) of this section, the board of directors determines that any proposal or offer to acquire the corporation is not in the best interest of the corporation, it may reject such proposal or offer. If the board of directors determines to reject any such proposal or offer, the board of directors shall have no obligation to facilitate, remove any barriers to, or refrain from impeding the proposal or offer. »

Le Rhode Island fait de même (7-5.2-8), sauf que la disposition vise « any business combination » au lieu de « any proposal or offer to acquire the corporation ».

« (...)

(b) On the basis of the factors described in subsection (a), if the board of directors determines that any business combination is not in the best interests of the corporation, it may reject the business combination. If the board of directors determines to reject any business combination, the board of directors has no obligation to facilitate, to remove any barriers to, or to refrain from impeding, the business combination. »

L'Iowa (491.101B) est encore plus direct et précis, décrétant :

« (...)

2. If on the basis of the community interest factors described in subsection 1, the board of directors determines that a proposal or offer to acquire or merge the corporation is not in the best interests of the corporation, it may reject the proposal or offer. If the board of directors determines to reject any such proposal or offer, the board of directors has no obligation to facilitate, to remove any barriers to, or to refrain from impeding, the proposal or offer. Consideration of any or all of the community interest factors is not a violation of the business judgment rule or of any duty of the director to the shareholders, or a group of shareholders, even if the director reasonably determines that a community interest factor or factors outweigh the financial or other benefits to the corporation or a shareholder or group of shareholders. »

En Pennsylvanie (1715), la loi favorise les « poison pills » de deux manières : en édictant que les devoirs fiduciaires des administrateurs ne sont pas réputés les forcer à annuler (« redeem »), modifier ou rendre inapplicable un « rights plan », et aussi que les actes des administrateurs relatifs à une offre de prise de contrôle de la société ne sont pas soumis à un fardeau de preuve supérieur à tout autre acte. La Pennsylvanie soustrait donc les administrateurs au « enhanced scrutiny test » de la jurisprudence du Delaware, ce qui laisse plus de place au « business judgment rule ».

Le « directors' choice » est pleinement favorisé dans cet État, d'autant plus que ces dispositions particulières sont jointes à une « constituency provision ».

Au Tennessee (48-103-204) la loi exonère en ces termes les administrateurs qui adoptent des mesures défensives (j'ai souligné) :

« No resident domestic corporation which has a class of voting stock registered or traded on a national securities exchange (...) nor any of its officers and directors shall be held liable at law or in equity for either having failed to approve the acquisition of shares by an interested shareholder on or before such interested shareholder's share acquisition date, or for seeking to enforce or implement this part and part 3 of this chapter, or for failing to adopt or recommend any charter or bylaw

amendment or provision respecting this part and parts 3-5 of this chapter, or for opposing any proposed merger, exchange, tender offer or significant disposition of the assets of the resident domestic corporation or any subsidiary of such resident domestic corporation because of a good faith belief that such merger, exchange, tender offer or significant disposition of assets would adversely affect the resident domestic corporation's employees, customers, suppliers, the communities in which such resident domestic corporation or its subsidiaries operate or are located or any other relevant factor if such factors, including those factors specifically enumerated in this section, are permitted to be considered by the board of directors under the charter for such resident domestic corporation in connection with a merger, exchange, tender offer or significant disposition of assets. »

Cette disposition réfère à un « opting-in » par la société d'un « constituency provision ».

On constate donc qu'aux États-Unis, les mesures défensives comme les « poison pills » relèvent de la « directors' discretion », considérée à la lumière de leurs devoirs envers la société (jurisprudence du Delaware), telle que teintée, le cas échéant, par les « constituency statutes ». Cette discrétion est protégée par le « business judgment rule », et dans des États comme le New Jersey, le Rhode Island, l'Iowa la Pennsylvanie et le Tennessee, elle est rehaussée par les dispositions validant les mesures défensives.

Puisque les administrateurs ont le pouvoir discrétionnaire non seulement de mettre en place, mais aussi de désamorcer (« redeem ») les « poison pills », il s'ensuit qu'un offrant pourrait contourner l'obstacle en remplaçant, grâce à une bataille de procurations, les administrateurs en place par une nouvelle équipe d'administrateurs de son choix, qui s'empresseraient de retirer la « pilule » pour ouvrir la voie à son offre. Dans plusieurs États américains, dont le Delaware (141), cette tactique est exclue par des dispositions sur les « classified boards », dont il est question plus loin.

Dans ces États, la combinaison « poison pill » - « classified board » constitue une défense quasi-inexpugnable contre les offres hostiles.

En droit canadien, la question des mesures défensives, incluant les « poison pills », n'est pas examinée, comme aux États-Unis, en fonction des devoirs des administrateurs.

Ces mesures ne font l'objet d'aucune réglementation particulière, si ce n'est de la *National Policy 62-202 – Take-overbids – Defensive Tactics* dont le texte est ci-joint. Dans cette politique, les ACVM insistent sur le « shareholder choice » et se prononcent en défaveur des mesures défensives qui ont pour effet de faire échec à ce choix. Les mesures défensives, disent-elles, seront sujettes à intervention des autorités en valeurs mobilières si elles sont « abusive of shareholder rights ». Les autorités en valeurs mobilières ont déclaré n'être pas liées en cette matière par le « business judgment rule » (voir *Afexa Life Sciences Inc., Re*, 2011 ABASC 532, *Baffinland Iron Mines Corp. (Re)*, 2010 LNONOSC 904), ce qui confirme l'exclusion au Canada du « directors' discretion ». Elles agissent en fonction du principe que les « poison pills » sont fondamentalement contraires au « shareholder choice » et que la question n'est pas si elles sont valides, mais plutôt quand il faut y mettre fin.

Qui plus est, le *Company Manual* de la TSX, à ses articles 634 et suivants, dont copie est également ci-jointe, réfère à la politique nationale 62-202 pour requérir qu'un vote des actionnaires soit tenu dans les six mois de l'adoption d'une « poison pill » pour décider si oui ou non elle doit demeurer en place.

Le résultat de ceci est que même si la *Loi sur les sociétés par actions* était amendée pour y ajouter une disposition pro-« poison pill » du même type que celles énoncées ci-avant, les autorités en valeurs mobilières demeureraient libres d'intervenir (par exemple, en émettant une ordonnance de blocage) en cas d'abus perçu des droits des actionnaires, et la TSX pourrait dé-lister la société qui contreviendrait aux dispositions susmentionnées dans son *Company Manual*.

Un arrimage avec les autorités en valeurs mobilières sera donc requis dans l'éventualité où il serait décidé de hausser la « directors' discretion » sur les « poison pills » dans la L.s.a.

Dans l'hypothèse où un tel arrimage s'avérerait problématique, le législateur québécois pourrait peut-être envisager d'insérer dans la *Loi sur les sociétés par actions* un « poison pill endorsement statute » se prononçant expressément en faveur de la validité d'un « poison pill » mise en place par le conseil d'administration, de manière à judiciariser cette mesure défensive et de la faire échapper au contrôle des autorités en valeurs mobilières. L'effet d'une telle disposition serait de changer le forum d'examen des mesures défensives de ces autorités aux tribunaux. Cette avenue pourrait être intéressante dans la mesure où la Cour supérieure du Québec s'avère être à la hauteur de la tâche; ce n'est pas acquis, car la Chambre commerciale de la Cour supérieure n'est pas un tribunal spécialisé comme le Chancery Court du Delaware. Elle aurait, aux yeux de certains, l'avantage de soumettre les entreprises publiques québécoises à un

décideur dont les orientations et les positions n'émanent pas, comme pour les ACVM, de Toronto...

4. **CONSTITUENCY STATUTES**

Environ 40 États américains, en réaction à l'arrêt *Revlon*, ont adopté des « constituency statutes », c'est-à-dire des dispositions statutaires conférant expressément aux administrateurs le droit de tenir compte d'intérêts de « parties prenantes » (*stakeholders*) autres que les actionnaires dans leurs prises de décisions.

Aucune telle disposition ne figure dans la loi du Delaware ou de l'Iowa.

Dans l'État de New York (717), la loi autorise les administrateurs, pour agir, « including action which may involve or relate to a change or potential change in the control of the corporation », à tenir compte de :

« (1) both the long-term and the short-term interests of the corporation and its shareholders and (2) the effects that the corporation's actions may have in the short-term or in the long-term upon any of the following:

(i) the prospects for potential growth, development, productivity and profitability of the corporation;

(ii) the corporation's current employees;

(iii) the corporation's retired employees and other beneficiaries receiving or entitled to receive retirement, welfare or similar benefits from or pursuant to any plan sponsored, or agreement entered into, by the corporation;

(iv) the corporation's customers and creditors; and

(v) the ability of the corporation to provide, as a going concern, goods, services, employment opportunities and employment benefits and otherwise to contribute to the communities in which it does business. »

et elle précise :

« Nothing in this paragraph shall create any duties owed by any director to any person or entity to consider or afford any particular weight to any of the foregoing or

abrogate any duty of the directors, either statutory or recognized by common law or court decisions. »

En Pennsylvanie (1715), la « constituency provision » est à l'effet suivant :

« a) General rule.--In discharging the duties of their respective positions, the board of directors, committees of the board and individual directors of a business corporation may, in considering the best interests of the corporation, consider to the extent they deem appropriate:

(1) The effects of any action upon any or all groups affected by such action, including shareholders, employees, suppliers, customers and creditors of the corporation, and upon communities in which offices or other establishments of the corporation are located.

(2) The short-term and long-term interests of the corporation, including benefits that may accrue to the corporation from its long-term plans and the possibility that these interests may be best served by the continued independence of the corporation.

(3) The resources, intent and conduct (past, stated and potential) of any person seeking to acquire control of the corporation.

(4) All other pertinent factors.

(b) Consideration of interests and factors.--The board of directors, committees of the board and individual directors shall not be required, in considering the best interests of the corporation or the effects of any action, to regard any corporate interest or the interests of any particular group affected by such action as a dominant or controlling interest or factor. The consideration of interests and factors in the manner described in this subsection and in subsection (a) shall not constitute a violation of section 1712 (relating to standard of care and justifiable reliance). »

Certains États (Tennessee (48-103-204), Georgie (14-2-202), Maryland (2-104)) n'imposent pas un « constituency statute », mais en prévoient un que les sociétés sont libres d'adopter par un « opt-in » dans leurs statuts.

Dans certains États (notamment les suivants : Louisiane (92), Maryland (2-104), Missouri (351-347), Oregon (60.357)), le « constituency statute » est d'application restreinte aux offres de prise de contrôle, tandis que dans la plupart des autres (comme en Pennsylvanie ou New York), il est d'application générale. Dans tous les États, la disposition est permissive, c'est-à-dire qu'elle permet aux administrateurs de tenir compte d'autres intérêts que ceux des actionnaires, sans les obliger à le faire. Un État, le Connecticut (33-756) donnait à son « constituency statute » un caractère impératif; ce n'est plus le cas depuis le 1^{er} janvier 1997, date à laquelle le mot « shall » a été remplacé par « may ».

Le caractère facultatif des « constituency statutes » est confirmé par le fait qu'aucun des groupes de « stakeholders » ne peut exercer de recours contre les administrateurs si ses intérêts ne sont pas privilégiés ou même pris en compte, seuls les actionnaires étant habilités par les lois à exercer des recours contre les administrateurs.

Serait-il pertinent d'ajouter à la *Loi sur les sociétés par actions* à son article 119 par exemple, des clauses de type « constituency »?

Si le but d'une telle démarche est d'établir que les administrateurs peuvent, dans leur prise de décision dans l'intérêt de la société, tenir compte des intérêts d'autres parties prenantes que les actionnaires, elle serait vraisemblablement inutile, en raison des décisions rendues par la Cour suprême du Canada dans les affaires *Peoples* et *BCE*, qui ont déjà clairement établi la même chose, l'arrêt *BCE* ayant précisé que le choix des intérêts des parties prenantes à favoriser est une décision protégée par le « business judgment rule ».

Si par contre le but est d'obliger les administrateurs à tenir compte des intérêts des « parties prenantes » autres que les actionnaires, l'exercice serait pertinent.

Le législateur québécois ne pourrait cependant pas justifier cette initiative à la lumière de précédents américains, puisqu'aucun d'eux (même pas le Connecticut, depuis 1997) n'applique un caractère contraignant aux « constituency statutes ». Il faudrait alors, plutôt invoquer un précédent comme l'article 172 du *Companies Act 2006* du Royaume-Uni, qui se lit :

« (1) A director of a company must act in the way he considers, in good faith, would be most likely to promote the success of the company for the benefit of its members as a whole, and in doing so have regard (amongst other matters) to—

- (a) the likely consequences of any decision in the long term,
- (b) the interests of the company's employees,
- (c) the need to foster the company's business relationships with suppliers, customers and others,
- (d) the impact of the company's operations on the community and the environment,
- (e) the desirability of the company maintaining a reputation for high standards of business conduct, and
- (f) the need to act fairly as between members of the company. »

Il faut remarquer que dans ce précédent fort controversé⁴, la priorité demeure « le succès de la société pour le bénéfice de ses membres », donc les actionnaires. En ceci, la loi anglaise ne diffère pas de celles des États américains.

Même dans l'hypothèse où une telle mesure serait adoptée au Québec, cela ne permettra pas davantage aux administrateurs, dans l'intérêt par exemple des employés, de bloquer une offre hostile de prise de contrôle par la mise en place d'un « poison pill » et de compter sur la collaboration des autorités en valeurs mobilières et de la TSX. Comme il en a été question plus avant, celles-ci ont adopté des politiques favorisant uniquement les actionnaires.

C'est en effet là que se situe le cœur du problème : même si la *Loi sur les sociétés par actions* est amendée pour protéger les employés, clients, fournisseurs, etc. contre les effets néfastes potentiels d'une prise de contrôle, le mandat de l'AMF demeure celui de protéger les droits des investisseurs (les actionnaires) et d'assurer l'encadrement des marchés, objectifs incompatibles avec celui poursuivi par cet amendement. Peut-être faudra-t-il songer à modifier la mission de l'AMF?

⁴ Voir Andrew KEAY, « Moving Towards Stakeholderism? Constituency Statutes Enlightened Shareholder Value, And All That : Much Ado About Little? », <http://ssrn.com/abstract=1530990>.

5. « CLASSIFIED BOARDS »

Une mesure anti-takeover efficace et très répandue aux États-Unis (près de 50% des sociétés publiques à une certaine époque, mais ce pourcentage a sensiblement diminué au cours des dernières années) consiste à permettre les mandats décalés pour les administrateurs (« classified boards »), et à ne permettre la révocation des administrateurs d'un « classified board » que pour cause. C'est le cas, notamment, du Delaware (141).

L'effet des « classified boards » est d'empêcher un offrant de prendre le contrôle du conseil avant que ne se soient tenues deux assemblées annuelles.

Au Québec, la *Loi sur les sociétés par actions* prévoit déjà les mandats décalés (art. 110). Il suffirait d'y ajouter la clause interdisant, dans les émetteurs assujettis, la destitution des administrateurs d'émetteurs assujettis dont les mandats sont décalés autrement que pour cause.

Cependant, une telle mesure disqualifierait les sociétés québécoises qui voudraient s'en prévaloir à la cote de la TSX. En effet, celle-ci vient d'amender son *Company Manual* pour obliger les sociétés cotées à procéder à chaque année à l'élection de tous les administrateurs (art. 461.1, entré en vigueur le 31 décembre 2012), excluant par le fait même la possibilité des mandats décalés.

Un arrimage avec la TSX serait vraisemblablement nécessaire.

FACTEURS À CONSIDÉRER

En marge du mandat qui m'a été confié, il me paraît opportun de faire les commentaires suivants relativement à l'insertion potentielle de dispositions anti-prise de contrôle dans la *Loi sur les sociétés par actions*.

- Avant de choisir d'importer au Québec une ou l'autre des mesures anti-takeover américaines étudiées ci-devant, il serait sage d'examiner l'effet, bénéfique ou non, que ces mesures ont eu dans les États qui les ont adoptées. Par exemple, une étude publiée en 2001⁵ a révélé que les États qui ont adopté des mesures anti-takeover « do well in the corporate charter marketplace », mais que ceux qui ont adopté des mesures plus sévères (Massachusetts, Ohio et Pennsylvanie) ont vu leur clientèle corporative diminuer.

⁵ Guhan SUBRAMAMIAN, "The Influence of Antitakeover Statutes on Incorporation Choice: Evidence on the "Race" Debate and Antitakeover Overreaching", <http://papers.ssrn.com/abstract=292679>.

- Dans une perspective de concurrence entre les juridictions corporatives (« jurisdiction shopping »), il est plus que pertinent de se demander quel effet l'ajout de mesures anti-prises de contrôle dans la *Loi sur les sociétés par actions* aurait sur la cote favorable de cette loi que j'ai avec enthousiasme qualifiée de « plus-plus » dans mes écrits et conférences. Sachant qu'il est dorénavant possible de continuer les sociétés hors du Québec (exportation) ou au Québec (importation), est-ce que ces mesures vont pousser nos rares sociétés québécoises émetteurs assujettis à se continuer au fédéral ou dans une autre province? Est-ce qu'au contraire elles seront jugées attrayantes et inciteront la continuation-importation de sociétés fédérales et d'autres provinces?
- Chose certaine, l'ajout d'un « constituency statute », impératif plutôt que facultatif, risque de jouer un rôle d'épouvantail, tant pour les administrateurs (car ils ne sauront comment concilier leurs devoirs envers toutes les « parties prenantes ») que pour les actionnaires (car ils sauront que leurs intérêts risquent d'être subordonnés à ceux des autres « parties prenantes »). Il y a fort à parier qu'une telle mesure, sans précédent en Amérique du Nord, ne sera pas bien accueillie par le monde des affaires.
- Il serait sage aussi, il me semble, avant de faire un choix en faveur du « directors' discretion » et de s'écarter du « shareholder choice » actuellement favorisé par les ACVM, de bien mesurer l'impact d'une telle décision. Le risque évident ici est de donner aux administrateurs trop de pouvoir, dont ils risquent d'abuser à leur propre bénéfice. Une étude américaine⁶ révèle en outre que le pouvoir de veto (en Pennsylvanie et en Ohio, notamment) accordé au conseil d'administration a un effet négatif sur la valeur des actions des sociétés.
- Même le choix d'un « control share acquisition statute », qui favorise le « shareholder choice », a été critiqué par la doctrine. Comme l'a dit un auteur, « The poison pill will effectively requires the bidder to negotiate

⁶ Lucian BEBCHUK, « The Case Against Board Veto in Corporate Takeovers », [http://www.ssrn.com/\(2002\)](http://www.ssrn.com/(2002)). Voir aussi Michael R. PATRONE, « An International Comparison of Corporate Leeway to Ward Off Predators », (2010) *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law* 355, p. 357, qui fait état de la controverse relative aux effets néfastes de mesures de défense contre les prises de contrôle sur la valeur des actions et signale que l'influence des « activist shareholders » a fait diminuer sensiblement (43% en 2007 à 28% en 2009) le nombre de sociétés américaines utilisant des « poisons pills ». Cet article est disponible à <http://ssrn.com/abstract=1743845>. Au sujet des mesures anti-prises de contrôle en général, voir Michael BARZUZA, « The State of State Antitakeover Law », (2009) 95 *Virginia Law Review* 1973, <http://ssrn.com/abstract-1532427> et Paul MALLETT & Robert SPAGNOLA, « State Anti-Corporate Takeover Laws : Issues and Arguments », (1995) VII *Journal of Managerial Issues* Number 2, 142-160.

directly with the board; on the other hand, the control-share statute allows the bidder to bypass the board »⁷.

- D'une autre côté, si l'objectif poursuivi par le législateur est primordialement de sauvegarder les intérêts des employés, fournisseurs, clients, etc., le « directors' discretion » prend tout sa pertinence : donner le dernier mot aux actionnaires risque en effet de jouer au détriment des employés et autres parties prenantes, car les actionnaires, s'ils jugent le prix offert attrayant, auront tendance à voter en fonction de leurs propres intérêts plutôt que dans celui de ces « parties prenantes », ce qu'ils ont tout à fait le droit de faire, n'étant pas liés envers la société (et ses parties prenantes) par des devoirs de loyauté, comme les administrateurs.

BLAKES, CASSELS & GRAYDON S.E.N.C.R.L./ s.r.l.

Paul Martel, Ad. E.

PM/mb

Pièces jointes

⁷ Daniel B. NUNN, « The Wolf at the Door: Florida's Takeover Law Revisited », (2009) 83 Florida Bar Journal No. 3, 10. L'auteur ajoute: « The control-share statute is increasingly irrelevant as a defensive protection in light of the wide range of more effective defences available to a target company's board of directors ».