



Commentaires du Conseil du patronat en réponse à la consultation de l'Autorité des marchés financiers portant sur les offres publiques d'achat

Juillet 2013

Le Conseil du patronat du Québec

Le Conseil du patronat du Québec a pour mission de s'assurer que les entreprises disposent au Québec des meilleures conditions possibles – notamment en matière de capital humain – afin de prospérer de façon durable dans un contexte de concurrence mondiale. Point de convergence de la solidarité patronale, il constitue, par son leadership, une référence incontournable dans ses domaines d'intervention et exerce, de manière constructive, une influence considérable visant une société plus prospère au sein de laquelle l'entrepreneuriat, la productivité, la création de richesse et le développement durable sont les conditions nécessaires à l'accroissement du niveau de vie de l'ensemble de la population.

Commentaires du Conseil du patronat du Québec en réponse à la consultation de l'Autorité des marchés financiers portant sur les offres publiques d'achat

Juillet 2013

Introduction

Le Conseil du patronat du Québec est heureux de présenter ses commentaires sur le document de consultation de l'Autorité des marchés financiers (AMF), *Un regard différent sur l'intervention des autorités en valeurs mobilières dans les mesures de défense*, et sur le *Projet de règlement 62-105 sur les régimes de droit des porteurs des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM)*. Ces documents proposent essentiellement des modifications à l'Avis 62-202 portant sur les mesures de défense des sociétés contre une offre publique d'achat (OPA).

Il s'agit là d'un sujet très important, autant pour le bon fonctionnement des marchés financiers que pour le développement économique du Québec et du Canada en général.

Au cours des dernières années, certaines OPA hostiles ont été lancées vers des entreprises québécoises et canadiennes de petite et grande envergures. Elles ont donné lieu à d'importants débats et provoqué un questionnement et une réflexion sur la réglementation canadienne actuelle en matière d'offres d'achat hostiles, entre autres, en ce qui a trait au rôle des conseils d'administration des sociétés visées dans de telles situations. Les discussions ont aussi suscité des débats sur l'importance de la présence de sièges sociaux dans notre économie.

Le Conseil du patronat du Québec reconnaît l'apport économique et social important que représente la présence de sièges sociaux au Québec et au Canada (notamment pour ce qui est de leur impact positif pour les fournisseurs de services professionnels qui gravitent autour de ces sièges sociaux, leur engagement dans la communauté et la philanthropie). Toutefois, il ne voit évidemment pas de façon toujours négative l'acquisition par des entreprises étrangères d'entreprises québécoises ou canadiennes. Les fusions et les acquisitions font partie intégrante du fonctionnement normal d'un marché concurrentiel. Tout comme les ACVM, le Conseil du patronat estime que : « les offres publiques d'achat jouent un rôle important dans l'économie, à la fois comme aiguillon pour les dirigeants des sociétés et comme moyen de favoriser une meilleure affectation des ressources économiques ». La bonne performance d'une entreprise et ses perspectives constituent en général sa meilleure protection.

De la même façon qu'on souhaite que des entreprises québécoises et canadiennes prennent de l'expansion sur le plan mondial, on devrait être ouvert à la possibilité que des étrangers

prennent le contrôle d'entreprises d'ici. Cependant, un élément essentiel dans l'équation est que les règles du jeu soient les mêmes pour tout le monde. En d'autres mots, il faudrait que notre réglementation entourant les offres publiques d'achat soit comparable à celle des autres pays, notamment celle de notre voisin et principal partenaire commercial américain. Or, cela ne semble pas être le cas actuellement.

La question plus générale qui est posée dans cette consultation concerne l'importance du rôle que joue ou devrait jouer le conseil d'administration d'une entreprise. Devrait-il pouvoir adopter des mesures de défense pour bloquer une OPA avant de la soumettre aux actionnaires s'il juge qu'elle n'est pas dans l'intérêt de la société?

À cet égard, notre position est pragmatique. Dans l'état actuel de la réglementation canadienne (et *a fortiori* québécoise puisque les règles sont harmonisées), les mesures de défense auxquelles les administrateurs peuvent recourir pour protéger les entreprises contre des OPA sont très limitées à court terme et inexistantes à long terme. De l'avis des experts, il existe une certaine iniquité entre les initiateurs d'OPA et les administrateurs des sociétés canadiennes ciblées par des OPA hostiles. Notre réglementation favorise les initiateurs d'OPA et ce, à la différence de celles des États-Unis ou d'autres pays. Cette situation milite en faveur de changements comme ceux proposés par l'AMF, d'autant plus que nous faisons face aujourd'hui à de nouvelles réalités des marchés financiers, notamment la plus forte présence d'arbitragistes et d'investisseurs institutionnels, réalités très bien exposées dans le document de consultation de l'AMF et sur lesquelles nous reviendrons plus loin dans le présent document. Ainsi, nous appuyons cette position de remplacer l'Avis 62-202 par une nouvelle instruction générale sur les mesures de défense qui :

« [...] consisterait à manifester la déférence appropriée envers la façon dont le conseil d'administration s'acquitte de son obligation fiduciaire. À cette fin, l'instruction reconnaîtrait explicitement l'obligation fiduciaire dont les administrateurs doivent s'acquitter envers leur société lorsqu'ils réagissent à une OPA non sollicitée et redéfinirait l'intervention des autorités au motif de l'intérêt public ».

Selon le Conseil du patronat, le document de consultation de l'AMF fournit des faits et des arguments pertinents et convaincants qui justifient les changements proposés.

La proposition des ACVM, pour sa part, constitue une avancée par rapport à la situation actuelle en permettant essentiellement de conserver les régimes de droits adoptés par le conseil d'administration pourvu qu'ils soient approuvés par la majorité des actionnaires. Cette proposition comporte toutefois certaines lacunes. En ne s'appliquant qu'aux régimes de droits, par exemple, elle ne règle pas la problématique de la présence grandissante de spéculateurs, ni l'écart qui existe avec les États-Unis par rapport à la réglementation entourant les OPA.

Voici, dans ce qui suit, quelques commentaires plus spécifiques en réponse à certaines questions posées dans le document de consultation de l'AMF et celui des ACVM.

1. Si des mesures de protection adéquates sont mises en place pour gérer les conflits d'intérêts et qu'il n'y a ni violation manifeste des droits des porteurs ni atteinte au bon fonctionnement des marchés des capitaux, êtes-vous d'avis que les autorités devraient manifester la déférence appropriée envers le conseil d'administration des sociétés visées dans sa décision d'adopter des mesures de défense?

Le Conseil du patronat est d'avis que les autorités devraient manifester la déférence appropriée à l'égard du conseil d'administration des sociétés visées dans sa décision d'adopter des mesures de défense. La décision de maintenir, de poursuivre, ou d'entamer des mesures de défense appropriées devrait appartenir au conseil d'administration, qui a le devoir de veiller au bien-être et assurer l'avenir de la société.

Le droit prévoit que le conseil d'administration, avec les pouvoirs qui lui sont conférés, a le mandat d'agir dans le meilleur intérêt de la société en prenant les meilleures décisions pour l'avenir de l'entreprise. Ce principe général dépasse le cadre des OPA, et les normes entourant les OPA ne devraient pas le remettre en question. Les administrateurs ont une connaissance approfondie de l'entreprise et des actionnaires. La décision de vendre ou de ne pas vendre une entreprise fait intrinsèquement partie des décisions stratégiques des affaires. Les membres du conseil d'administration sont ainsi les mieux placés pour juger si la décision d'accepter ou non l'accord est optimale à long terme pour l'entreprise et donc, par extension, pour les actionnaires. Si les actionnaires ne sont pas d'accord avec la décision des membres du conseil d'administration de rejeter une OPA, ils ont plusieurs recours possibles, en fonction des mêmes principes du droit, dont celui de modifier la composition du conseil d'administration de la société.

On observe par ailleurs que les marchés financiers se caractérisent actuellement par un accroissement de l'importance des actionnaires de court terme et des arbitragistes. Par exemple, selon des observateurs, le volume des opérations sur les actions des sociétés visées connaît une augmentation pouvant atteindre 40 % dans les cinq jours qui suivent l'annonce d'une OPA¹. Selon McKinsey, la période de détention moyenne des actions sur le NYSE a chuté de façon significative au cours des trente dernières années². À la Bourse de Toronto, la période de détention moyenne des actions est passée de plus de deux ans à moins d'un an entre 1995 et 2009³. Or, étant donné que l'intérêt des « actionnaires de court terme » peut être différent de celui des actionnaires qui ont un intérêt dans la prospérité à long terme de l'entreprise, il nous semble que le conseil d'administration a un rôle crucial à jouer.

¹ Source : document de consultation de l'AMF, *Un regard différent sur l'intervention des autorités en valeurs mobilières dans les mesures de défense*, AMF, 14 mars 2013, <http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/juin-2013/2013mars14-avis-amf-62-105-cons-publ-fr.pdf>

² http://www.igopp.org/IMG/pdf/20130531-focusing_capital_on_the_long_term_montreal_v2.pdf

³ Yvan ALLAIRE et Mihaela FIRSIROTU, *A Capitalism of Owners*, IGOPP, page 75.

On observe aussi une plus forte présence d'investisseurs institutionnels qui possèdent des participations, des connaissances et des ressources importantes et sont désormais des intervenants actifs sur ces marchés.

Finalement, une question se pose à savoir si les autorités de réglementation en valeurs mobilières devraient intervenir de toute façon en matière de mesures de défense, ou si ces mesures devraient relever du domaine du droit des affaires uniquement. Il nous semble que le droit des affaires devrait prévaloir. À ce chapitre, notons, par exemple, que la Securities Exchange Commission aux États-Unis n'intervient pas dans ce domaine.

2. Selon vous, nuirait-on à la capacité des porteurs de titres d'une société visée de déposer leurs titres en réponse à une OPA non sollicitée en manifestant la déférence appropriée envers la façon dont les administrateurs remplissent leur obligation fiduciaire?

Mettre en place plus de déférence à l'égard des conseils d'administration limiterait la capacité des actionnaires de déposer leurs titres dans le contexte d'une OPA hostile. Les mesures de défense que peuvent adopter les administrateurs devraient s'avérer toutefois bénéfiques pour les intérêts à long terme de la firme, et ce, tant pour les actionnaires que pour les autres parties prenantes. Comme il est mentionné précédemment, le conseil d'administration a pour obligation première de maximiser les intérêts à long terme de l'entreprise. Rappelons que les actionnaires qui souhaitent accepter une OPA hostile ont plusieurs moyens à leur disposition dans le cadre actuel du droit des affaires. Ils peuvent modifier la composition des membres du conseil d'administration, car la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* et d'autres lois canadiennes sur les sociétés permettent aux actionnaires de destituer les administrateurs en tout temps au moyen d'une résolution ordinaire (les actionnaires qui détiennent globalement 5 % ou plus des actions en circulation de la société peuvent demander la convocation d'une assemblée des actionnaires et tenter de remplacer l'intégralité du conseil). Ils peuvent aussi vendre leurs actions sur le marché ou, encore, entamer des poursuites judiciaires contre les administrateurs si jamais ils ne sont pas entièrement satisfaits de la manière dont ils ont agi.

3. Les administrateurs devraient-ils, dans l'exercice de leur obligation fiduciaire, avoir la faculté d'adopter un régime de droits ou d'autres mesures de défense pour parer à une OPA non sollicitée?

Le conseil d'administration devrait avoir la possibilité d'adopter un régime de droits ou d'autres mesures de défense qu'il juge convenables afin de défendre adéquatement la société d'une OPA hostile.

Actuellement, lorsqu'une OPA est lancée, les administrateurs n'ont d'autre choix, à toutes fins utiles, que de procéder à une offre aux enchères de la société.

Les mesures de défense ne réduiront pas nécessairement le nombre de prises de contrôle; elles augmenteront essentiellement le pouvoir de négociation de l'entreprise ciblée⁴.

Donner aux administrateurs le pouvoir de mettre en place davantage de mesures de défense permettrait de repositionner adéquatement la réglementation en vue de tendre vers plus d'équité entre les initiateurs d'OPA et le conseil d'administration de la société. De plus, cela permettrait au Canada de disposer d'une réglementation ressemblant plus à celle des États-Unis et s'inscrirait dans la foulée de plusieurs décisions des tribunaux, notamment l'arrêt de la Cour suprême dans l'affaire *BCE*, qui indique que :

« L'obligation fiduciaire des administrateurs est un concept large et contextuel. Elle ne se limite pas à la valeur des actions ou au profit à court terme. Dans le contexte de la continuité de l'entreprise, cette obligation vise les intérêts à long terme de la société. »

Finalement, il n'y a pas de raison de croire que bonifier les mesures de défense contribuerait à accroître le niveau de conflits d'intérêts des administrateurs. Au Canada, la réglementation et les règles de gouvernance en vigueur font d'ailleurs en sorte que la responsabilité des administrateurs de veiller aux intérêts des actionnaires est plus importante qu'ailleurs.

4. Les autorités devraient-elles fournir des indications sur les mesures de protection appropriées dont l'efficacité est généralement reconnue pour limiter les conflits d'intérêts inhérents des administrateurs placés devant une OPA non sollicitée? Dans l'affirmative, estimez-vous que ces mesures devraient être prévues dans une instruction générale ou dans un règlement?

Il est opportun que les autorités fournissent des orientations afin de renforcer de meilleures pratiques d'affaires et poser certaines balises décrivant les situations qui obligerait les autorités concernées à intervenir. De telles mesures devraient prendre la forme d'un *Avis* ou d'une *Instruction générale* plutôt que l'imposition d'un règlement, approche qui offre davantage de flexibilité.

5. Avez-vous des suggestions de mesures efficaces pour gérer les conflits d'intérêts inhérents des administrateurs?

Les exemples qui sont cités à la page 17 du document de consultation de l'AMF représentent autant de mesures pertinentes et efficaces afin de contrer les conflits d'intérêts des administrateurs. Au nombre de ces mesures, on compte : la création d'un comité spécial composé d'administrateurs indépendants ayant pour mandat d'examiner

⁴ Voir par exemple, Robert COMMENT et G.William SCHWERT, « Poison or placebo? Evidence on the deterrence and wealth effects of modern antitakeover measures », dans *Journal of Financial Economics*, 39(1), p. 3-43, septembre 1995. [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(94\)00823-J](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(94)00823-J)

l'offre et de formuler une recommandation au conseil d'administration⁵; la nomination de conseillers financiers et juridiques indépendants pour aider le comité spécial à remplir son mandat; l'exhaustivité de l'information fournie aux porteurs dans la circulaire des administrateurs et dans tout autre type de communication utilisé par les administrateurs de la société visée sur la démarche suivie pour formuler leur recommandation et les motifs à l'appui de la mesure de défense. Ces mesures constituent d'ailleurs des exemples de meilleures pratiques en matière de gouvernance et de rôle d'un conseil d'administration dans différents organismes publics et privés et sur différentes questions. Le droit des sociétés gère de façon adéquate les questions de conflits d'intérêts.

6. *Estimez-vous que les porteurs disposent généralement des outils adéquats pour discipliner les administrateurs?*

Les porteurs ont généralement un bon éventail d'outils pour discipliner les administrateurs. Les actionnaires sont plus que jamais actifs dans la gestion des entreprises. Comme nous l'avons vu précédemment, ils ont toujours le pouvoir de modifier la composition du conseil d'administration. Au Canada, les investisseurs institutionnels ont en moyenne plus de la moitié des actions de chaque société sur l'indice S&P/TSX 60. Les actionnaires peuvent aussi prendre des recours légaux contre les administrateurs. Rappelons, par ailleurs, que les actionnaires canadiens ont généralement plus de pouvoirs et d'outils que les actionnaires américains puisqu'ils peuvent soumettre une requête avec l'appui de seulement 5 % des actionnaires.

Notons finalement que les autorités réglementaires conserveront leur pouvoir d'intervention dans l'intérêt public si les agissements ou les décisions d'un conseil violent clairement les droits des actionnaires ou touchent de façon négative le bon fonctionnement des marchés financiers.

7. *Êtes-vous d'avis que les modifications que nous proposons d'apporter au régime des OPA, soit l'ajout de la condition irrévocable de dépôt minimal et la prolongation de l'offre, contribueraient à permettre aux porteurs des sociétés visées de prendre une décision de vente volontairement, collectivement et sans distorsion?*

Oui, effectivement, pour les raisons mentionnées dans le document de consultation.

8. *Estimez-vous que la proposition de l'Autorité améliore la protection des investisseurs contre les pratiques déloyales, abusives ou frauduleuses et qu'elle contribuerait à l'efficience des marchés des capitaux?*

⁵ D'ailleurs, nous notons que l'alinéa 6 de l'article 6.1 de l'Instruction générale relative au Règlement 61-101 reconnaît l'excellent principe de faire examiner par un comité spécial formé d'administrateurs indépendants les opérations avec une personne intéressée.

La proposition de l'AMF permettra d'améliorer le niveau d'efficacité des marchés des capitaux canadiens en limitant la réglementation et les interventions de tiers, en corrigeant l'iniquité actuelle qui favorise les initiateurs d'OPA, et en permettant aux membres du conseil d'administration de mettre en place les mesures de défense nécessaires pour repousser les offres qu'ils jugent ne pas être dans le meilleur intérêt de la société.

L'avenir des sociétés canadiennes serait moins déterminé par des arbitragistes et des fonds spéculatifs, dont l'unique motivation est l'intérêt à court terme, que par une vision de performance à plus long terme.

9. Quelles autres modifications devrions-nous apporter à notre régime des OPA pour en corriger les lacunes?

Nous n'avons aucun commentaire à formuler sur cette question.

Rappel sur la position des ACVM

Le projet des ACVM se résume essentiellement aux deux points suivants : les Autorités n'examineraient plus les régimes de droits au cas par cas afin de déterminer s'il convient d'en interdire ou non l'opération. Tout régime de droits pourrait demeurer en vigueur s'il est approuvé par la majorité des porteurs de titres dans un délai déterminé.

Le projet des ACVM entraînerait une réduction du nombre de cas dans lesquels les autorités devraient intervenir. Cela implique que les ACVM ne se prononceraient plus sur l'interdiction d'opérations à l'égard des régimes de droits approuvés par les porteurs, ce qui réduirait l'incertitude sur le marché et constituerait une avancée par rapport à la situation actuelle. Mentionnons toutefois que le projet des ACVM porte uniquement sur les régimes de droits. Ainsi, la position de l'ACVM n'offre pas de réponses complètes à certaines questions fondamentales touchant le régime des OPA et ne règle pas la problématique de la présence grandissante de spéculateurs ni l'écart qui existe avec entre le Canada, le Québec et les États-Unis en ce qui a trait à la réglementation entourant les OPA.

Conclusion

Le Conseil du patronat du Québec estime que la proposition de l'AMF est supérieure à celle des ACVM, car cette dernière a une portée limitée en ne touchant que les régimes de droits. À l'inverse, la position de l'AMF offre une meilleure compréhension des enjeux actuels, permettant de contrer le déséquilibre actuel entre les initiateurs d'OPA et les mesures de défense que peuvent mettre en place les administrateurs d'une société. Or, le conseil d'administration dispose d'une compréhension approfondie de la société, et les administrateurs ont le devoir fiduciaire d'agir en tout temps dans le meilleur intérêt de la société. La proposition de l'AMF devrait favoriser une plus grande prospérité des entreprises à long terme.