



Le 12 juillet 2013

Me Anne-Marie Beaudoin
Secrétaire générale
Autorité des marchés financiers
800, square Victoria, 22e étage
C.P. 246, tour de la Bourse
Montréal (Québec) H4Z 1G3
Télécopieur : (514) 864-6381
Courrier électronique : consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

The Secretary
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
20 Queen Street West
19th Floor, Box 55
Toronto (Ontario) M5H 2S8
Télécopieur : 416-593-2318
Courriel : comments@osc.gov.on.ca

Objet : Document de consultation de l'Autorité des marchés financiers (l'« Autorité ») : Un regard différent sur l'intervention des autorités en valeurs mobilières dans les mesures de défense (le « projet de l'Autorité »);

Et

Avis de consultation des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « ACVM ») - Projet de Règlement 62-105 sur les régimes de droits des porteurs (le « projet des ACVM »).

Me Beaudoin,

La Caisse de dépôt et placement du Québec (ci-après la « Caisse ») a pris connaissance du projet des ACVM ainsi que du Projet de l'Autorité (collectivement les « Projets »).

La Caisse remercie les ACVM et l'Autorité de lui donner l'opportunité de commenter ces Projets.

À propos de la Caisse

Conformément à sa loi constitutive, la Caisse gère des fonds provenant de ses déposants, principalement des régimes de retraite et d'assurance publics et privés. Elle est l'un des plus importants gestionnaires de fonds institutionnels au Canada et elle gère à long terme.

La Caisse est actionnaire de plus de 180 sociétés ouvertes au Canada (en date du 31 décembre 2012) et elle est, à ce titre, attentive à toute initiative réglementaire qui vient améliorer tant la gouvernance que le rendement de ces sociétés et préserver ses droits à titre d'actionnaire.

L'encadrement des prises de contrôle, qui constitue un événement majeur dans la vie corporative, retient particulièrement son attention.

Les deux projets illustrent des visions opposées des devoirs des administrateurs dans le cadre de transactions de changement de contrôle que la Caisse, comme actionnaire à long terme, tente de réconcilier.

La proposition de l'AMF, qui est appuyée par l'IAS et l'IGOPP, reflète bien la préoccupation des conseils d'administration face aux actionnaires à court terme dans le cadre de propositions de changement de contrôle. Ce phénomène était évidemment moins présent à l'époque où 62-202 a été adopté. Cette proposition, tout comme celle visant à réduire le seuil de divulgation pour le système d'alerte de 10 % à 5 %, illustre bien un mouvement tendant à favoriser les émetteurs assujettis plutôt que les actionnaires, qui, après tout, financent les sociétés.

Mentionnons également l'importance pour un investisseur institutionnel de ne pas être entravé dans sa capacité de disposer de ses actions tout comme dans le cas des entreprises ayant un actionnaire de contrôle qui a toujours le loisir de vendre ses actions.

Le point de vue de la Caisse dans le cadre des régimes de droits des actionnaires (« dragées empoisonnées »)

Notons, dans un premier temps, que la Caisse n'a jamais été en faveur des dragées empoisonnées et a même été à l'origine du premier litige au Canada sur ce sujet, puisqu'elle s'est opposée publiquement au régime mis en place par Inco. L'argument de la Caisse à l'époque était que de tels régimes venaient entraver la capacité pour la Caisse de transiger librement ses actions, et cet argument est toujours valable.

Cependant, la Caisse au cours des années a développé une politique ainsi que des critères de vote à l'égard des régimes de droits des actionnaires ou dragées empoisonnées. Nous sommes généralement favorables aux modalités des régimes de droits des actionnaires de type « nouvelle génération », élaborés de façon à répondre à certaines préoccupations des investisseurs institutionnels. Le plus souvent, la Caisse se prononce contre les régimes de droits des actionnaires pour les raisons suivantes :

- L'événement déclencheur est inférieur à 20 % des actions en circulation;

- Le régime ne permet pas la dispense pour placements privés.

En effet, la dispense pour placements privés protège le droit des actionnaires importants à procéder librement à des transactions privées, qui sont permises en vertu des règles d'offre publique d'achat. Les actionnaires ne devraient pas être privés d'une telle dispense.

Il arrive des cas d'exception où la Caisse se prononce en faveur d'un régime, bien que ses modalités ne correspondent pas aux critères de vote, si son adoption favorise les intérêts des actionnaires.

Par exemple, nous sommes favorables au régime qui permet de protéger la valeur des actions s'il s'agit par exemple d'une entreprise qui œuvre dans un secteur en consolidation ou si l'entreprise est dans une position vulnérable (ex. secteur de la haute technologie, secteur des mines).

Le rôle du conseil

D'un autre côté, la Caisse est également d'avis que le fait pour un offrant d'annoncer une offre sur une société ouverte ne devrait pas entraîner une modification aux obligations fiduciaires des administrateurs et ne devrait pas automatiquement mettre la société en jeu, puisque le changement de contrôle n'est pas nécessairement la meilleure option pour la société et ses actionnaires et les autres parties prenantes. En effet, même s'il est vrai que les actionnaires doivent avoir la liberté de vendre leurs actions, le conseil devrait avoir un rôle à jouer dans le cadre d'une transaction aussi importante. En ce sens, on peut se poser la question de savoir si l'objectif de 62-202, à savoir de maximiser la valeur pour les actionnaires, est toujours de mise, puisque les mots qui manquent dans cette phrase sont « à long terme ».

Cet enjeu est au cœur du débat puisque les sociétés craignent les actionnaires « touristes » dont l'objectif premier n'est pas, contrairement à la Caisse, de favoriser le développement à long terme des sociétés.

De plus, lorsqu'une société a décidé qu'un changement de contrôle est la solution, on peut imaginer un scénario où le conseil tiendrait compte d'éléments autres que le prix si cela permettrait à la société de créer de la valeur à long terme et de se développer.

Or, la décision récente de BCE permettrait aujourd'hui d'en arriver à une telle conclusion, même si peu de conseils auraient le courage de le faire, puisque tant la décision BCE que la décision People ne portait pas directement sur une offre d'achat hostile.

Il est étrange, par ailleurs, que dans toutes les transactions importantes visant une société, on accepte et on exige que le conseil joue un rôle important, alors que dans le cadre d'une offre publique, le conseil joue un rôle très mineur, pour une transaction ayant un impact majeur très important sur l'avenir de la société. Or, la différence entre une offre publique, un arrangement et une fusion en est souvent seulement une de forme et non de substance.

Enfin, plusieurs investisseurs institutionnels soulèvent la question des conflits d'intérêts de la part des conseils d'administration et de la direction lorsqu'une offre publique d'achat est déclenchée. Mentionnons que ceux-ci peuvent fonctionner dans les deux sens : le conseil et la direction peuvent vouloir rester en place ou, au contraire, leurs options peuvent les inciter à vouloir une transaction de changement de contrôle. On ne peut donc généraliser que tous les conseils d'administration vont vouloir systématiquement empêcher la vente de la société.

La position de la Caisse

C'est pour cette raison que la Caisse a décidé de favoriser la démarche de l'AMF, car celle-ci reflète une réflexion plus approfondie sur les enjeux entourant les offres de prise de contrôle. Cet appui s'inscrit dans une logique de permettre aux sociétés de se développer et non pas pour « protéger » les sociétés non performantes. Nous sommes conscients du fait que de transférer aux tribunaux la responsabilité de trancher ces questions ne garantit pas que les bonnes décisions seront rendues et il est clair que des chambres commerciales avec des juges connaissant le milieu des affaires seront des éléments essentiels au succès. Cependant, nous croyons que cela est préférable à la situation actuelle qui fait des commissions des valeurs mobilières un arbitre non pas sur des questions de réglementation de valeurs mobilières mais sur des questions relevant du devoir fiduciaire des administrateurs.

Par ailleurs, il n'est pas certain que les tribunaux aient en main tous les outils requis, puisque les règles du jeu demeurent floues sur ce que peuvent faire les conseils. Ceci exigeait des modifications aux lois sur les sociétés applicables. À cet égard, nous comprenons qu'un comité a été mis en place par le gouvernement du Québec pour examiner ces questions.

Enfin, si les propositions de l'AMF étaient adoptées, il sera essentiel de s'assurer qu'une revue soit effectuée après un certain nombre d'années pour évaluer l'impact de ces changements de la même façon que 62-202 est remis en question aujourd'hui.



Marie Giguère
Première vice-présidente
Affaires juridiques et secrétariat