Projets de règlements

Loi sur les valeurs mobilières
(L.R.Q., c. V-1.1, a. 331.1, par. 1°, 3°, 4.1°, 8°, 11°, 21° et 34° et a. 331.2)

Règlement 62-105 sur les régimes de droits des porteurs et ses concordants

Avis est donné par l'Autorité des marchés financiers (l'« Autorité »), que, conformément à l'article 331.2 de la *Loi sur les valeurs mobilières*, L.R.Q., c. V-1.1, les règlements suivants dont le texte est publié ci-dessous, pourront être pris par l'Autorité et ensuite soumis au ministre des Finances pour approbation, avec ou sans modification, à l'expiration d'un délai de 90 jours à compter de leur publication au Bulletin de l'Autorité :

- *Règlement 62-105 sur les régimes de droits des porteurs*;

- *Règlement modifiant le Règlement 41-101 sur les obligations générales relatives au prospectus*;

- *Règlement modifiant le Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue*;

- *Règlement modifiant le Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat*.

Vous trouverez également ci-dessous les projets d'instructions générales suivants :

- *Instruction générale relative au Règlement 62-105 sur les régimes de droits des porteurs*;

- *Modification de l'Instruction générale 62-203 relative aux offres publiques d'achat et de rachat*.

Nous proposons aussi d'apporter des modifications corrélatives à l'*Avis 62-202 relatif aux mesures de défense contre une offre publique d'achat*.

Consultation

Toute personne intéressée ayant des commentaires à formuler à ce sujet est priée de les faire parvenir par écrit au plus tard le **12 juin 2013**, en s'adressant à :

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

Renseignements additionnels

Des renseignements additionnels peuvent être obtenus en s'adressant à :

Rosetta Gagliardi
Conseillère en réglementation
Autorité des marchés financiers
514-395-0337, poste 4462

Numéro sans frais : 1 877 525-0337
rosetta.gagliardi@lautorite.qc.ca

Sandrine Tremblay
Analyste-expert en financement des sociétés
Autorité des marchés financiers
514-395-0337, poste 4425
Numéro sans frais : 1 877 525-0337
sandrine.tremblay@lautorite.qc.ca

Le 14 mars 2013

CSA/ACVM Canadian Securities Administrators Autorités canadiennes en valeurs mobilières

Avis de consultation

Projet de *Règlement 62-105 sur les régimes de droits des porteurs*

Projet d'*Instruction générale relative au Règlement 62-105 sur les régimes de droits des porteurs*

Projets de modifications corrélatives

Le 14 mars 2013

INTRODUCTION

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les **ACVM** ou **nous**) publient pour une période de consultation de 90 jours le projet de *Règlement 62-105 sur les régimes de droits des porteurs* (le **projet de règlement**) et le projet d'*Instruction générale relative au Règlement 62-105 sur les régimes de droits des porteurs* (le **projet d'instruction**).

Nous proposons aussi d'apporter des modifications corrélatives, d'une part, à l'*Avis 62-202 relatif aux mesures de défense contre une offre publique d'achat* (l'**Avis 62-202**)[1] et à l'*Instruction générale 62-203 relative aux offres publiques d'achat et de rachat* (l'**Instruction générale 62-203**) et, d'autre part, au *Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat* (le « **Règlement 62-104** »), à la *Rule 62-504 Take-Over Bids and Issuer Bids* de la CVMO (la « **Rule 62-504** »), au *Règlement 41-101 sur les obligations générales relatives au prospectus* (le « **Règlement 41-101** ») et au *Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue* (le « **Règlement 51-102** ») (collectivement, les **modifications corrélatives**).

Le projet de règlement, le projet d'instruction et les modifications corrélatives (les **projets de textes**) ne concernent que les régimes de droits des porteurs (les **régimes de droits**). Les projets de textes s'inscrivent dans le cadre de l'examen continu des mesures de défense, comme les placements privés pendant les offres publiques d'achat (OPA), que les ACVM ont entrepris. Cet examen sera l'occasion, pour leur personnel, d'étudier de possibles modifications de l'Avis 62-102 et du régime des OPA.

Les projets de textes instaurent une réglementation applicable aux régimes de droits dans l'ensemble des territoires représentés au sein des ACVM. De manière générale, le projet

---

[1] Ailleurs au Canada, l'*Instruction générale 62-202, Les mesures de défense contre une offre publique d'achat.*

de règlement permettra de conserver les régimes de droits adoptés par le conseil d'administration des émetteurs, pourvu qu'ils soient approuvés par la majorité des porteurs dans certains délais, ce qui modifierait la position actuelle des autorités de réglementation à l'égard des régimes de droits. Actuellement, au Canada, les autorités accueillent généralement dans un certain délai les demandes d'interdiction d'opérations sur valeurs que les initiateurs d'OPA hostiles leur présentent pour rendre un régime de droits inopérant.

En proposant le projet de règlement, nous souhaitons répondre aux préoccupations quant à la capacité limitée des émetteurs de répondre à des OPA non sollicitées, c'est-à-dire hostiles, lorsqu'ils adoptent un régime de droits, tout en veillant à ce que la majorité des actionnaires appuient le régime proposé par la direction. Comme nous l'expliquons dans le projet d'instruction, les autorités en valeurs mobilières ne prononceront d'interdiction d'opérations dans l'intérêt public à l'égard de régimes adoptés conformément au projet de règlement que si l'émetteur visé agit en contravention des principes fondamentaux de celui-ci ou si un autre motif d'intérêt public qui n'est pas prévu par celui-ci se fait jour. Par conséquent, en vertu du projet de règlement, elles n'appliqueraient plus à l'examen des régimes de droits, de manière générale, le principe voulant qu'« il vient un moment où la pilule doit cesser de produire ses effets ».

Actuellement, les bourses ont des règles prévoyant que les régimes de droits doivent être approuvés à la majorité des actionnaires dans un délai de six mois suivant leur adoption. Les autorités en valeurs mobilières peuvent aussi examiner ces régimes dans l'intérêt public, puisqu'il s'agit de mesures de défense, en s'appuyant sur les indications contenues dans l'Avis 62-202 et les principes tirés des décisions qu'elles ont rendues à l'égard de régimes de droits sur le fondement de cet avis. La mise en œuvre du projet de règlement et du projet d'instruction nécessitera donc d'apporter des modifications corrélatives à l'Avis 62-202 pour soustraire les régimes de droits à son application générale et, au besoin, des modifications aux règles des bourses applicables à ces régimes. Nous discutons avec la Bourse de Toronto et la Bourse de croissance TSX du calendrier de mise en œuvre et de la publication d'éventuelles modifications des règles d'inscription à la cote. Signalons enfin que nous pourrions proposer ultérieurement d'autres modifications de l'Avis 62-202 dans le cadre de notre examen des autres mesures de défense.

Les projets de textes sont publiés avec le présent avis et diffusés sur les sites Web des membres des ACVM, dont les suivants :

www.lautorite.qc.ca
www.albertasecurities.com
www.bcsc.bc.ca
www.msc.gov.mb.ca
www.gov.ns.ca/nssc
www.nbsc-cvmnb.ca
www.osc.gov.on.ca
www.sfsc.gov.sk.ca

CONTEXTE

1. Nature et objet des régimes de droits

Les régimes de droits sont une mesure de défense souvent adoptée par les conseils d'administration en prévision d'une OPA hostile[2] ou en réponse à celle-ci. Ils prévoient généralement l'émission de droits qui permettent aux actionnaires de la société visée, exception faite de tout initiateur potentiel, d'acquérir des actions supplémentaires de la société à un prix nettement inférieur à leur cours si un seuil déterminé de participation est atteint (habituellement 20 % d'une catégorie d'actions de participation). Ces régimes dissuadent l'initiateur potentiel de lancer une OPA parce que l'exercice des droits rend exorbitante l'acquisition des actions de la société visée. Ainsi, dans la pratique, lorsqu'un régime de droits existe, l'initiateur ne peut prendre livraison des actions en vertu de l'offre que si le conseil de la société visée renonce au régime ou rachète les droits émis en vertu de celui-ci ou qu'un tribunal ou un organisme de réglementation annule le régime ou prononce une interdiction d'opérations à son égard. En général, au Canada, l'initiateur d'une OPA hostile demande aux autorités en valeurs mobilières de prononcer une interdiction d'opérations à l'égard du régime parce qu'elles ont l'habitude de le faire un certain temps après le lancement de l'offre.

Au Canada, la plupart des régimes de droits prévoient les conditions auxquelles l'initiateur peut faire une « offre permise » aux actionnaires de la société visée sans en déclencher l'application : *i)* il doit maintenir son offre pendant un délai minimum (habituellement 60 jours), *ii)* il n'est autorisé à acquérir des actions en vertu de l'offre que si la majorité des actions d'autres personnes ont été déposées et *iii)* il est tenu de prolonger son offre de 10 jours suivant la prise de livraison des premières actions.

Les régimes de droits peuvent avoir différents objectifs. Premièrement, ils servent à limiter les acquisitions graduelles de titres de la société visée au moyen d'opérations effectuées dans le cours normal des activités ou d'opérations privées qui sont dispensées des règles de la législation en valeurs mobilières en matière d'« offres formelles ».

Deuxièmement, ils peuvent servir à encourager les éventuels initiateurs d'OPA hostiles à se conformer aux clauses relatives aux « offres permises ».

Troisièmement, ils peuvent servir à retarder les OPA hostiles pour donner au conseil de la société visée le temps d'y répondre et d'optimiser la valeur pour les actionnaires.

Quatrièmement, ils donnent au conseil de la société visée des moyens pour négocier avec l'initiateur.

Cinquièmement, les régimes de droits qui ne contiennent pas de clauses relatives aux « offres permises » obligeraient l'initiateur, en l'absence d'intervention réglementaire, à

---

[2] Dans le présent avis, on entend par « OPA hostile » une offre publique non sollicitée que le conseil d'administration de la société visée n'approuve pas.

se lancer dans une course aux procurations pour remplacer le conseil de la société visée par un conseil plus disposé, sous réserve de son obligation fiduciaire envers la société, à racheter les droits émis en vertu d'un régime et à permettre la présentation de l'offre aux actionnaires.

2. Encadrement réglementaire actuel des régimes de droits au Canada

a) Aperçu de la position des bourses et des autorités de réglementation

Au Canada, l'adoption d'un régime de droits est assujettie aux règles applicables des bourses qui exigent l'approbation des actionnaires dans un certain délai. Cependant, si un émetteur adopte un régime de droits en prévision d'une OPA hostile ou en réaction à celle-ci, les bourses reportent généralement leur examen après celui des autorités en valeurs mobilières. En effet, que la société visée ait obtenu ou non l'approbation des actionnaires pour un régime de droits, les autorités en valeurs mobilières peuvent être saisies, sur demande, de son maintien en réaction à une OPA hostile. Elles appliquent alors les indications figurant dans l'Avis 62-202 et les principes tirés des décisions qu'elles ont rendues à l'égard de régimes de droits sur le fondement de cet avis.

b) Règles des bourses

Comme les régimes de droits peuvent entraîner l'émission de titres de capitaux propres, les bourses canadiennes en réglementent certains aspects et en approuvent l'adoption par les émetteurs cotés. En vertu des articles 634 à 637 du *Guide à l'attention des sociétés de la TSX*[3], la Bourse de Toronto consent à l'adoption d'un régime de droits par un émetteur coté lorsque les conditions suivantes sont réunies :

i) l'émetteur coté dépose un projet de régime de droits auprès de la Bourse de Toronto avec une lettre indiquant les circonstances de l'adoption et les modalités du régime;

ii) le régime est soumis pour approbation à la majorité des voix exprimées par les actionnaires à une assemblée tenue dans les six mois suivant son adoption;

iii) l'approbation des actionnaires est obtenue à la majorité des voix lors d'un vote qui exclut celles de tout actionnaire dispensé de l'application du régime et lors d'un autre vote auquel celui-ci participe.

La Bourse de Toronto reporte sa décision de consentir à un régime de droits qui a été adopté en réponse à une OPA lancée ou envisagée parce que les autorités en valeurs mobilières pourraient être appelées à intervenir conformément à l'Avis 62-202. L'émetteur coté ne peut modifier le régime sans déposer le résumé des modifications proposées auprès de la Bourse de Toronto et sans obtenir le consentement de celle-ci.

[3] La Bourse de croissance TSX a des règles analogues sur les régimes de droits.

Le personnel des bourses peut aussi vérifier et évaluer les modalités des régimes de droits dans une optique d'intégrité du marché. Par exemple, le *Guide à l'attention des sociétés de la TSX* indique les obligations supplémentaires que les émetteurs doivent remplir lorsqu'ils adoptent des régimes de droits comportant des seuils de déclenchement inférieurs à 20 % (le seuil de l'OPA) en réaction aux craintes que ces régimes ne soient utilisés à de mauvaises fins, par exemple pour contrecarrer une course aux procurations ou empêcher la cession d'un bloc de titres qui dépasse le seuil.

c) Position des ACVM à l'égard des régimes de droits

Actuellement, la position des ACVM à l'égard des régimes de droits repose sur les indications contenues dans l'Avis 62-202 et les principes tirés des décisions rendues en application de celui-ci. Les autorités en valeurs mobilières sont généralement saisies des régimes de droits quand l'initiateur demande une interdiction d'opérations pour des motifs d'intérêt public. L'autorité en valeurs mobilières du territoire dans lequel le siège de la société visée se situe étudie la demande en fonction des indications énoncées dans l'Avis 62-202 et de la jurisprudence pertinente et tient une audience au besoin.

i) L'Avis 62-202

Les ACVM ont publié l'Avis 62-202 en 1986[4]. Il indique les circonstances dans lesquelles les autorités en valeurs mobilières interviennent, pour des motifs d'intérêt public, afin de protéger les intérêts des actionnaires de la société visée contre une OPA. L'Avis 62-202 est une réponse au problème crucial que soulèvent les OPA hostiles, à savoir que les intérêts de la direction de la société visée ne coïncident peut-être pas avec ceux des actionnaires et que la direction peut prendre des mesures de défense qui empêchent les actionnaires de répondre à l'offre.

L'Avis 62-202 énonce certains principes fondamentaux concernant le régime des OPA et le rôle des mesures de défense, dont les suivants :

- les OPA 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;

- dans l'appréciation d'une offre publique, il est possible que les intérêts de la direction de la société visée soient différents de ceux des actionnaires;

- l'objectif premier de la législation sur les OPA est la protection des intérêts des actionnaires de la société visée et l'objectif secondaire est de fournir un cadre dans lequel les OPA peuvent se dérouler ouvertement et équitablement;

---

[4] L'Avis 62-202 remplace l'Instruction générale C-38, *Mesures de défense contre une offre publique*, révoquée en 1997.

- il ne convient pas d'établir un ensemble de règles de conduite précises pour les administrateurs, mais les autorités de réglementation interviendront si des mesures de défense portent atteinte aux droits des actionnaires;

- les enchères faites sans entrave donnent les meilleurs résultats dans les OPA et les autorités de réglementation interviendront si des mesures de défense risquent d'empêcher les actionnaires de répondre à une offre ou à une offre concurrente;

- l'approbation préalable d'une mesure défensive par les actionnaires pourra constituer une réaction satisfaisante à ces préoccupations.

L'Avis 62-202 s'applique à une grande variété de mesures de défense et ne traite d'aucune en particulier, comme les régimes de droits. Toutefois, les autorités en valeurs mobilières l'ont surtout appliqué à l'utilisation de régimes de droits par le conseil d'administration des sociétés visées.

ii) Application de l'Avis 62-202 aux régimes de droits

De manière générale, les autorités en valeurs mobilières s'appuient sur l'Avis 62-202 pour prononcer une interdiction d'opérations à l'égard d'un régime à la demande de l'initiateur lorsqu'il est peu probable qu'une offre ou une opération concurrente soit faite ou que le conseil d'administration de la société visée ne sollicite pas d'offres ni d'opérations concurrentes. Il ressort de leurs décisions écrites que les régimes de droits doivent être abandonnés une fois qu'ils ont atteint leur objectif « légitime » de maximiser le choix et la valeur pour les actionnaires en encourageant les offres ou les opérations concurrentes.

La principale question soulevée lors des audiences est de savoir combien de temps supplémentaire le conseil de la société visée devrait avoir pour solliciter des offres ou des opérations concurrentes après le délai minimal pour le dépôt qui est prévu par la législation en valeurs mobilières (actuellement 35 jours civils). Les autorités en valeurs mobilières ont relevé plusieurs facteurs pertinents pour répondre à cette question[5].

Bien que leur analyse porte principalement sur le meilleur intérêt des actionnaires de la société visée, les autorités en valeurs mobilières reconnaissent que le cadre juridique applicable aux régimes de droits devrait être raisonnablement transparent et prévisible pour que les participants au marché, dont les émetteurs, les investisseurs et les initiateurs potentiels, puissent prendre des décisions éclairées lorsqu'une OPA hostile est lancée[6].

Le cadre juridique doit par ailleurs être suffisamment souple pour tenir compte de circonstances particulières et permettre au conseil de la société visée de s'acquitter de son obligation fiduciaire[7].

---

[5] Voir en particulier *Re Royal Host Real Estate Investment Trust* (1999), 22 OSCB 7819.
[6] Voir par exemple l'analyse dans *Re Cara Operation Limited and The Second Cup Limited* (2002) 25 OSCB 7997.
[7] Voir *Re MDC Corporation and Regal Greetings & Gifts Inc.* (1994) 17 OSCB 4971.

Dans plusieurs affaires récentes, les autorités en valeurs mobilières ont imparti au conseil de la société visée davantage de temps pour organiser des enchères qu'elles n'en avaient accordé par le passé ou elles se sont appuyées sur l'approbation des actionnaires en réaction à une OPA pour ne pas interdire d'effectuer des opérations en vertu du régime de droits[8].

3. Position à l'égard des mesures de défense aux États-Unis et au Royaume-Uni

On peut comparer la position des ACVM à l'égard des mesures de défense, notamment les régimes de droits, avec celle des tribunaux et des législatures des États des États-Unis et des organismes de réglementation du Royaume-Uni.

La capacité du conseil de la société visée de répondre aux OPA hostiles en adoptant un régime de droits ou d'autres mesures de défense varie grandement en vertu du droit applicable au Delaware et au Royaume-Uni.

En général, la position adoptée au Canada implique une intervention plus poussée des organismes de réglementation que ce que prévoit le régime du Delaware, mais elle est moins restrictive que le *Takeover Code* du Royaume-Uni (le ***Takeover Code***).

On trouvera à l'Annexe A un résumé de la situation au Delaware et au Royaume-Uni.

4. Préoccupations relatives à la position actuelle des ACVM à l'égard des régimes de droits

a) Préoccupations de principe à l'égard de la position actuelle

Deux préoccupations de principe se dégagent relativement à la position actuelle des autorités en valeurs mobilières du Canada à l'égard des régimes de droits.

Premièrement, certains participants au marché estiment que cette position est plus favorable aux initiateurs qu'aux sociétés visées et à leurs actionnaires, qu'elle limite le pouvoir discrétionnaire du conseil d'administration et des actionnaires et qu'elle ne maximise pas nécessairement la valeur pour ces derniers. Certains d'entre eux ajoutent que la position actuelle contribue à la perte de sociétés canadiennes en rendant l'acquisition d'émetteurs plus facile au Canada que dans d'autres pays.

Ces participants au marché estiment en particulier que les autorités en valeurs mobilières du Canada interviennent peut-être trop tôt lorsqu'elles prononcent des interdictions d'opérations à l'égard des régimes de droits, c'est-à-dire, de manière générale, de 45 à 55 jours après le lancement d'une OPA. Certains jugent que ce délai prive le conseil des sociétés visées de moyens pour négocier avec les initiateurs d'OPA hostiles. Par

---

[8] Voir par exemple *Re Pulse Data Inc.*, 2007 ABASC 895, *Re Neo Materials Technologies* (2009), 32 OSCB 6941 et *Re 1468860 Alberta Ltd* [*Canadian Hydro Developers*], 2009 ABASC 448.

comparaison, les régimes de droits adoptés en vertu du droit du Delaware peuvent offrir une très longue période de protection (voir l'Annexe A).

En réaction à ces préoccupations, certains observateurs ont proposé que les autorités en valeurs mobilières retirent l'Avis 62-202 et cessent complètement de réglementer les mesures de défense contre les OPA. Ils préféreraient que les tribunaux les traitent comme une question d'obligation fiduciaire ou de droit des sociétés en matière d'abus.

Selon nous, cependant, les autorités en valeurs mobilières ont un rôle légitime à jouer dans la réglementation des OPA, parce que les mesures de défense ne devraient pas empêcher indûment les actionnaires de répondre à une offre ni dissuader indûment les initiateurs de lancer des OPA hostiles. Ce rôle est conforme aux règles détaillées de la législation en valeurs mobilières en matière d'OPA.

La seconde préoccupation de principe soulevée par la position actuelle à l'égard des régimes de droits est le problème de l'action collective qui se pose aux actionnaires quand ils doivent répondre à une OPA.

Les actionnaires peuvent déposer leurs actions ou non, mais ils ne peuvent pas agir collectivement en votant. Ils peuvent donc se sentir contraints de déposer leurs actions pour éviter d'en retarder le paiement ou de se retrouver avec une position minoritaire sur des actions peu liquides si l'initiateur n'acquiert pas la totalité des actions de la société visée.

Le problème de l'action collective donne à l'initiateur d'une OPA hostile un avantage stratégique sur les actionnaires, parce qu'ils peuvent se sentir contraints de déposer leurs actions même s'ils ne sont pas favorables à l'offre et ne souhaitent pas l'accepter[9]. Cette dynamique pourrait toutefois changer si les actionnaires étaient autorisés à prendre une décision collective sur le maintien d'un régime de droit en réaction à une OPA.

Ces deux préoccupations de principe sont au fondement du projet de règlement et du projet d'instruction.

b) Difficultés particulières de la position actuelle

Nous décrivons ci-dessous d'autres préoccupations soulevées par la position actuelle des autorités en valeurs mobilières à l'égard des régimes de droits.

i) Pouvoir discrétionnaire du conseil d'administration et des actionnaires

Du fait de leur position actuelle à l'égard des régimes de droits, les autorités en valeurs mobilières peuvent être amenées à se substituer, d'une part, au conseil d'administration

---

[9] Le problème de l'action collective ne se présente pas lorsque l'opération est une fusion ou un arrangement qui nécessite un vote des actionnaires.

de la société visée, dans l'exercice de son pouvoir discrétionnaire d'agir conformément à ce qu'il estime être au mieux des intérêts des actionnaires en mettant en œuvre ou en maintenant un régime et, d'autre part, aux actionnaires de la société visée, dans l'exercice de leur pouvoir d'approuver ou de maintenir un régime s'ils considèrent que cela est au mieux de leurs intérêts.

La position actuelle écarte les éléments suivants :

1. Le conseil peut souhaiter maintenir stratégiquement un régime de droits pendant une période prolongée pour négocier une majoration du prix ou des conditions plus acceptables avec l'initiateur d'une OPA hostile (même s'il ne sollicite pas d'offre concurrente ou qu'il est peu probable qu'il y en ait une). Or l'initiateur sait que les autorités en valeurs mobilières prononcent généralement une interdiction d'opérations à l'égard du régime dans les 45 à 55 jours. Par conséquent, il n'a pas vraiment intérêt à négocier avec le conseil pour bonifier les conditions de son offre.

2. Il se peut que les actionnaires ne souhaitent pas recevoir certains types d'offres ou qu'ils souhaitent n'en recevoir aucune dans certains cas, notamment s'il s'agit d'offres partielles et d'offres faites par des actionnaires significatifs qui ne sont assujettis à aucune condition de dépôt minimal (ce qui peut se traduire par des situations dans lesquelles l'initiateur prend le contrôle sans payer la totalité de la prime). Dans ces circonstances, les actionnaires peuvent se sentir contraints de déposer leurs actions et rencontrer le problème d'action collective susmentionné.

Aux États-Unis, par comparaison, les régimes de droits peuvent demeurer en vigueur presque indéfiniment, sous réserve du droit des actionnaires de voter pour remplacer le conseil d'administration (quoique cela puisse s'étirer en longueur si le conseil est renouvelable par tranches ou que d'autres mesures de défense structurelles ont été prises).

ii) **La position actuelle ne repose sur aucun examen des orientations réglementaires**

La position actuelle des autorités en valeurs mobilières à l'égard des régimes de droits a été façonnée par les décisions rendues à l'issue d'audiences contestées et ne repose sur aucun examen de fond sur la bonne position à adopter en matière de réglementation des régimes de droits. Ces régimes étant apparus comme mesures de défense au Canada après la mise en œuvre de l'Avis 62-202, celui-ci n'en traite pas expressément.

Les décisions suivent généralement la décision rendue par la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario en 1992 dans l'affaire *Canadian Jorex*[10]. La Commission a statué [traduction] « [qu']il vient un moment où la pilule doit cesser de produire ses effets » (autrement dit, lorsqu'elle a atteint son unique objectif « légitime », qui est d'encourager les offres ou les opérations concurrentes). À noter que cette décision a été rendue dans des circonstances où l'interdiction d'opérations à l'égard du régime de droits a permis aux actionnaires de choisir entre deux offres concurrentes.

[10] Voir la décision *Re Canadian Jorex Ltd.*, (1992) 15 OSCB 257.

Étant donné que la situation a passablement changé sur le marché et dans le domaine de la gouvernance depuis la publication de l'Avis 62-202 et la décision dans l'affaire *Canadian Jorex*, il serait souhaitable de reconsidérer les hypothèses qui sous-tendent la position actuelle des autorités en valeurs mobilières à l'égard des régimes de droits. Parmi les changements, signalons l'adoption de régimes de droits relativement normalisés comportant des clauses relatives aux « offres permises », la hausse des offres publiques transfrontalières, qui nécessitent davantage de temps pour obtenir une réponse du conseil d'administration, les changements dans les pratiques de gouvernance des conseils et la montée de l'activisme actionnarial.

L'évolution des régimes de droits est un indice de l'importance de l'activisme actionnarial. Auparavant moins favorables aux actionnaires, ils renferment désormais couramment des clauses relatives aux « offres permises ». Les actionnaires s'affirment de plus en plus sur plusieurs questions de gouvernance, comme le vote majoritaire et les votes consultatifs sur la rémunération de la haute direction, et ils lancent des campagnes de sollicitation de procurations dissidentes pour remplacer les administrateurs. Selon nous, il est juste que les actionnaires contribuent à établir la meilleure façon d'utiliser les régimes de droits, en collaboration avec le conseil d'administration et compte tenu de la situation de l'émetteur.

Étant donné ce qui précède, nous estimons qu'il convient de réexaminer les orientations réglementaires, ce qui a été fait dans le projet de règlement et le projet d'instruction.

iii) Risque de manque d'uniformité des décisions des autorités de réglementation

Étant donné que les décisions rendues à l'issue d'audiences contestées sont fonction des circonstances et de l'interprétation de l'Avis 62-202, il existe un risque de manque d'uniformité et d'imprévisibilité des décisions relatives aux régimes de droits rendues par les autorités en valeurs mobilières de différents territoires, voire du même territoire, mais à des époques différentes.

Ces variations peuvent résulter de divergences sur les principes fondamentaux, comme la pertinence de l'approbation des actionnaires en l'espèce, la pertinence de l'obligation fiduciaire du conseil d'administration lorsqu'il répond à une OPA hostile et l'importance du risque de coercition structurelle des actionnaires de la société visée par l'initiateur dans certains circonstances, car ces principes sont appliqués aux faits en l'espèce.

Nous estimons que le projet de règlement et le projet d'instruction pourraient réduire la probabilité que des décisions incompatibles soient rendues à l'égard des régimes de droits.

iv) Compatibilité avec l'obligation fiduciaire des administrateurs

Certains observateurs estiment que les interdictions d'opérations prononcées par les autorités en valeurs mobilières entravent indûment l'exercice du pouvoir discrétionnaire du conseil d'administration de la société visée dans l'exécution de son obligation

fiduciaire d'agir au mieux des intérêts de la société conformément à l'arrêt rendu par la Cour suprême du Canada dans l'affaire *BCE*[11].

Le projet de règlement donnerait au conseil de la société visée davantage de latitude pour décider s'il convient d'adopter ou de maintenir un régime de droits en tenant compte de son obligation fiduciaire envers la société et ses parties prenantes, dont les actionnaires.

Toutefois, nous estimons que la décision d'adopter ou de maintenir un régime de droits devrait revenir aux actionnaires et non au conseil, aux autorités de réglementation ou aux tribunaux. Le projet d'instruction indique que, selon les autorités en valeurs mobilières, le conseil de la société visée serait généralement autorisé à conserver tout régime de droit approuvé par la majorité des actionnaires lors d'une assemblée annuelle antérieure ou en réaction à l'offre.

OBJET DU PROJET DE RÈGLEMENT

1. Aperçu du projet de règlement

Comme l'indique le projet d'instruction, le projet de règlement a pour objet d'instaurer au Canada une réglementation générale des régimes de droits qui donne au conseil d'administration et aux actionnaires de la société visée un plus grand pouvoir discrétionnaire quant à l'utilisation des régimes, de réduire le nombre de cas dans lesquels les autorités en valeurs mobilières auraient à intervenir et de maintenir un marché actif de prises de contrôle.

Lors de l'élaboration du projet de règlement, nous avons convenu de manière générale que les autorités en valeurs mobilières :

i) ne devraient faire obstacle au conseil de la société visée que si cela est nécessaire pour protéger les intérêts légitimes des actionnaires;

ii) ne devraient réglementer les régimes de droits que si cela est nécessaire pour atteindre les objectifs réglementaires acceptés, y compris tout objectif d'intérêt public qui n'est pas prévu par le projet de règlement;

iii) devraient tenter d'élaborer un cadre large qui laisse les décisions au conseil et aux actionnaires de la société visée;

iv) devraient se garder d'instaurer des règles arbitraires qui ne peuvent s'appliquer dans toutes les situations que le conseil de la société visée peut rencontrer, c'est-à-dire reconnaître qu'un traitement uniforme des régimes de droits n'est pas la solution la plus souhaitable ni la plus efficace;

v) ne devraient prescrire les modalités des régimes de droits que dans une certaine mesure.

---

[11] *BCE Inc. c. Détenteurs de débentures de 1976*, 2008 CSC 69.

Les éléments fondamentaux du projet de règlement sont les suivants :

i) un régime de droits est valide[12] lorsqu'il est adopté par le conseil d'administration, mais il doit être approuvé par les porteurs dans un délai de 90 jours suivant la date d'adoption ou, s'il est adopté après le lancement d'une OPA, dans un délai de 90 jours suivant la date de lancement;

ii) un régime de droits doit être approuvé annuellement à la majorité des voix exprimées par les actionnaires pour demeurer valide;

iii) les actionnaires peuvent en tout temps mettre fin à tout régime de droits à la majorité des voix exprimées;

iv) l'initiateur ne peut exercer les droits de vote rattachés aux actions qu'il détient à l'occasion d'un vote tenu en vue d'adopter, de maintenir ou de modifier un régime de droits;

v) les modifications importantes d'un régime de droits doivent être approuvées par les porteurs dans un délai de 90 jours suivant la date d'adoption;

vi) un régime de droits ne peut être utilisé que pour contrecarrer une OPA ou l'acquisition de titres de l'émetteur (autrement dit, il ne peut être déclenché par un vote des actionnaires);

vii) un régime de droits ne peut être utilisé pour établir une distinction entre des OPA : si le conseil y renonce ou le modifie à l'égard d'une offre, il doit y renoncer ou le modifier à l'égard de toutes les autres.

2. Objectifs du projet de règlement

La réglementation des OPA protège les actionnaires de la société visée en instaurant une procédure ordonnée et structurée pour opérer un changement de contrôle résultant de l'acquisition d'un nombre significatif de leurs actions. Elle vise à garantir que les actionnaires de la société visée sont traités équitablement et que tous les participants au marché connaissent les règles applicables.

L'intention des projets de textes est de moderniser, d'harmoniser et d'inscrire dans la législation la position des ACVM à l'égard des régimes de droits. En les élaborant, nous avons tenté de compléter la réglementation des OPA, d'une part, en aidant les actionnaires de sociétés visées à prendre volontairement des décisions coordonnées et éclairées relativement au dépôt de leurs actions et, d'autre part, en leur donnant le dernier mot sur l'adoption des régimes de droits qui confèrent davantage de pouvoir discrétionnaire au conseil ou qui facilitent la prise de décisions collectives de leur part.

---

[12] Dans le présent avis, nous utilisons la notion de « validité » par souci de commodité. Dans le projet de règlement, la validité d'un régime de droits est exprimée sous forme d'interdiction de placer des titres à l'exercice de droits émis en vertu du régime, sauf si certaines conditions sont remplies.

Nous estimons que le projet de règlement est conforme aux objectifs réglementaires des ACVM en matière de mesures de défense, objectifs qui consistent principalement à protéger les intérêts des actionnaires de l'émetteur visé. L'Avis 62-202 indique que l'approbation préalable des actionnaires est importante et peut constituer une réaction satisfaisante aux préoccupations des autorités en valeurs mobilières à l'égard des mesures de défense. Le projet de règlement laisse aux actionnaires la décision finale de maintenir ou d'abandonner un régime de droits.

Si nous adoptons les projets de textes, les autorités en valeurs mobilières ne devraient intervenir dans l'application des régimes de droits approuvés par les porteurs que lorsqu'il y a infraction à la lettre ou à l'esprit du projet de règlement ou qu'un motif d'intervention dans l'intérêt public que celui-ci ne prévoit pas se présente.

Dans ce contexte, nous pensons que le projet de règlement facilitera le choix des actionnaires tout en renforçant le pouvoir au conseil d'administration. Il instaure un cadre qui permet au conseil et aux actionnaires, en fixant les modalités du régime de droits, de préciser le pouvoir dont le conseil devrait disposer pour répondre à une OPA ainsi que les conditions auxquelles celle-ci serait acceptable. Les actionnaires pourront approuver tout régime de droits existant à chaque assemblée annuelle ou dans les 90 jours du lancement d'une offre, si le régime est adopté en réaction à celle-ci.

Le projet de règlement et le projet d'instruction auront notamment pour effet de permettre au conseil de maintenir tout régime de droits pendant une période indéterminée en cas d'OPA hostile s'il est approuvé par les actionnaires de la société visée et qu'il est conforme au projet de règlement. Cependant, le projet de règlement n'empêche pas l'initiateur d'une OPA hostile de faire une offre directement aux actionnaires de la société visée et de leur demander s'ils sont favorables à l'annulation du régime. Ainsi, il permettra encore à l'initiateur ou à l'actionnaire lésé de contester directement tout régime de droits sans avoir à se lancer dans une course aux procurations pour faire élire un conseil favorable à son annulation. Nous estimons qu'il vaut mieux que les actionnaires s'expriment sur l'annulation d'un régime de droits et qu'ils ne soient pas obligés de décider s'ils doivent remplacer la majorité des administrateurs pour pouvoir l'annuler. Le remplacement des administrateurs et l'annulation d'un régime de droit sont deux questions distinctes que les actionnaires devraient pouvoir soupeser sur le fond.

Comparaison du projet de règlement et de la position relative aux régimes de droits aux États-Unis et au Royaume-Uni

Le projet de règlement reprend certains éléments des régimes du Delaware et du Royaume-Uni.

Il introduira un cadre réglementaire qui donnera au conseil d'administration et aux actionnaires des sociétés visées une meilleure prise sur l'utilisation des régimes de droits, sous réserve de l'approbation de la majorité des actionnaires, à la manière du *Takeover Code*. Or, si ce dernier n'autorise que les mesures de défense approuvées par les

actionnaires en réaction à l'offre, le projet de règlement permet de maintenir un régime de droits en réaction à une OPA hostile s'il a été approuvé à l'assemblée annuelle précédente ou s'il l'est en réaction à l'offre.

Puisque le conseil pourra adopter un régime de droits moyennant l'approbation des actionnaires, il aura davantage de latitude, comme en vertu du droit du Delaware, pour s'en servir dans les négociations avec l'initiateur ou pour rejeter une OPA hostile. Cependant, contrairement au droit du Delaware, l'initiateur ou un actionnaire dissident pourra demander l'annulation d'un régime approuvé au préalable sans se lancer dans une course aux procurations pour élire la majorité des administrateurs de la société visée puis s'en remettre à eux pour l'annuler.

3. Effets du projet de règlement

Selon nous, la mise en œuvre du projet de règlement pourrait avoir les effets suivants :

Effet sur les actionnaires

- Les actionnaires décideront à la majorité s'il convient d'approuver un régime de droits lors de l'assemblée annuelle ou d'une autre assemblée de l'émetteur, en l'absence d'offre, ou lors d'une assemblée extraordinaire, en cas d'offre.

- Les actionnaires pourraient obtenir un meilleur prix pour leurs actions car le projet de règlement donnera au conseil d'administration davantage de moyens pour négocier des opérations amicales, négocier avec les initiateurs d'OPA hostiles et organiser des enchères en cas d'OPA hostile.

- Les actionnaires pourront décider collectivement s'ils souhaitent recevoir une offre en votant sur un régime de droits, sans se sentir contraints de déposer leurs actions, ce qui pourrait réduire le risque de coercition en cas d'offre partielle ou d'OPA faite par un initié qui est un actionnaire significatif.

- Il est probable que les actionnaires appelés à répondre à une offre conserveraient leurs actions s'ils souhaitaient que l'émetteur demeure indépendant ou s'ils estimaient que le régime de droits peut entraîner une majoration du prix offert.

- Les arbitragistes pourraient, dans une certaine mesure, être dissuadés d'acquérir des actions de la société visée, car le projet de règlement rendra l'issue des offres moins certaine. L'adoption de régimes de droits approuvés au préalable signalera que le conseil d'administration de la société visée est outillé pour répondre aux offres publiques, et le délai entre le lancement et la clôture d'une offre sera vraisemblablement plus long qu'en vertu de la réglementation actuelle.

- Le droit des actionnaires d'accepter une offre donnée pourrait être restreint s'ils décidaient à la majorité d'approuver le maintien d'un régime de droits susceptible de la contrecarrer.

Effet sur les conseils d'administration

- Les conseils d'administration auront davantage de pouvoir discrétionnaire pour mettre en œuvre et maintenir un régime de droits.

- Les conseils disposeront d'options plus nombreuses et peut-être de plus de temps pour répondre aux OPA hostiles.

- Les conseils seront mieux outillés pour négocier avec les initiateurs d'OPA hostiles.

- Les initiateurs devront demander aux actionnaires qui détiennent la majorité des actions de rejeter le régime de droits pour pouvoir prendre livraison d'actions en vertu de leur offre, ce qui donnera aux conseils et aux actionnaires plus de contrôle sur les conditions d'acceptation.

- En faisant de l'utilisation de régimes de droits un moyen de défense plus efficace contre les OPA, le projet de règlement pourrait, dans une certaine mesure, dissuader les conseils de recourir à d'autres mesures de défense.

Effet sur les initiateurs

- Le projet de règlement pourrait réfréner les OPA hostiles en les rendant un peu plus chronophages, plus chères et moins certaines.

- Les initiateurs pourront contester les régimes de droits en obtenant des procurations de la majorité des actionnaires pour y mettre fin.

- Les initiateurs auront des motifs de présenter une demande aux autorités en valeurs mobilières pour contester les régimes de droits, mais seulement dans certaines circonstances.

- En cas d'adoption d'un régime de droit, le projet de règlement prolongera la durée de l'offre.

Effet sur les autorités en valeurs mobilières

- Les autorités en valeurs mobilières appliqueront la réglementation sur les régimes de droits et n'interviendront généralement que si l'émetteur visé se comporte de façon contraire aux principes du projet de règlement ou si un motif d'intervention dans l'intérêt public que celui-ci ne prévoit pas se présente.

- Le nombre de demandes d'interdiction d'opérations à l'égard de régimes de droits et le nombre d'audiences sur les régimes de droits pourraient diminuer, car les autorités en valeurs mobilières interviendraient dans moins de cas.

- L'éventuel manque d'uniformité des décisions rendues par les autorités en valeurs mobilières de différents territoires ou à différentes époques au sujet de régimes de

droits pourrait se résorber et le risque que des décisions contradictoires ne soient rendues à l'avenir pourrait diminuer.

RÉSUMÉ ET EXPLICATION DES PRINCIPALES DISPOSITIONS DU PROJET DE RÈGLEMENT

Dans la présente section, nous décrivons les principales dispositions du projet de règlement, les motifs qui ont présidé à leur rédaction et l'effet qu'elles auront sur les participants à une OPA.

1. Établissement du régime de droits

a) **Un régime de droits est valide lorsqu'il est adopté par le conseil d'administration de l'émetteur (paragraphe 4 de l'article 2).**

Un régime de droits est valide à compter de la date de son adoption par le conseil d'administration de l'émetteur plutôt qu'à compter de l'approbation des porteurs. Cette disposition maintient le statu quo jusqu'à ce que l'émetteur obtienne l'approbation des porteurs et respecte la pratique actuelle du marché. Le régime de droits demeurerait valide jusqu'à la date à laquelle il doit être approuvé, même si le conseil choisit de ne pas convoquer d'assemblée, ajourne l'assemblée ou ne le soumet pas aux porteurs à une assemblée.

Le projet de règlement n'interdirait pas au conseil de l'émetteur d'adopter un second régime de droits tactique comportant d'autres modalités ou des modalités plus restrictives qu'un régime de droits approuvé au préalable, pourvu que les actionnaires l'approuvent dans un délai de 90 jours.

b) **Un régime de droits doit être approuvé par les porteurs de l'émetteur dans un délai de 90 jours suivant la date de son adoption ou, s'il est adopté après l'annonce ou le lancement d'une OPA, dans un délai de 90 jours suivant la date du lancement (paragraphe 1 de l'article 2).**

Pour qu'un régime de droits demeure valide, les porteurs doivent l'approuver dans un délai de 90 jours suivant son adoption par le conseil d'administration. S'il est mis en œuvre après la date de l'annonce ou du lancement d'une OPA, l'émetteur doit obtenir l'approbation des porteurs dans un délai de 90 jours après la date d'adoption ou celle du lancement, si elle est antérieure. Nous avons retenu la date de lancement de l'OPA plutôt que celle de son annonce comme point de départ du délai parce que le conseil de la société visée ne devrait pas avoir à prendre de décision à l'égard du régime de droits avant d'avoir pu évaluer les modalités de l'offre.

Nous avons étudié la possibilité de donner aux émetteurs un délai plus long, par exemple six mois, pour obtenir l'approbation des porteurs à l'égard d'un régime de droits adopté lorsque le conseil n'était pas informé d'une offre publique projetée ou en l'absence d'offre. Or nous estimons que 90 jours suffisent en toutes circonstances pour convoquer

une assemblée et obtenir l'approbation des porteurs et qu'il est préférable d'appliquer ce délai à l'approbation du régime de droits, qu'une OPA hostile ait été lancée ou non.

Bien que le projet de règlement oblige l'émetteur à obtenir l'approbation des porteurs pour un régime de droits dans les 90 jours pour que celui-ci demeure valide, il ne l'oblige pas à convoquer ou à tenir une assemblée dans ce délai. Si l'émetteur décide de ne pas tenir d'assemblée à temps pour remplir son obligation d'obtenir l'approbation des porteurs dans les 90 jours, le régime de droits devient caduc par effet du projet de règlement à l'expiration de ce délai.

Le projet de règlement n'exige pas que les régimes de droits approuvés au préalable soient approuvés de nouveau par les porteurs si une OPA est lancée. Selon nous, les actionnaires de la société visée devraient pouvoir approuver tout régime de droits dans une perspective de maintien, sous réserve de l'approbation annuelle ou de l'intervention des autorités de réglementation, dans les rares cas où elle serait justifiée. Les actionnaires de l'émetteur peuvent se prononcer au préalable en faveur d'un régime de droits parce qu'ils souhaitent que le conseil d'administration se concentre sur la création de valeur à long terme. Il leur est cependant loisible de retirer tout régime approuvé au préalable quand bon leur semble en votant, notamment après le lancement d'une offre.

c) **L'émetteur qui adopte un régime de droits avant de devenir émetteur assujetti n'est pas obligé d'obtenir l'approbation initiale des porteurs (article 5).**

Les porteurs sont présumés avoir consenti à l'adoption du régime de droits si le document d'information en vertu duquel l'émetteur est devenu émetteur assujetti contient l'information à fournir sur le régime en vertu du projet de règlement.

2. Renouvellement du régime de droits

Pour demeurer valide, un régime de droits doit être approuvé au plus tard à chaque assemblée annuelle suivant l'approbation initiale des actionnaires (paragraphes 2 et 3 de l'article 2).

Un régime de droits cesse d'être valide s'il n'est pas approuvé à la majorité des voix exprimées par les porteurs au plus tard à chaque assemblée annuelle de l'émetteur suivant l'exercice au cours duquel l'approbation initiale a été obtenue. Cette disposition donne aux porteurs la possibilité de déterminer chaque année s'il convient de maintenir le régime. Elle donne aussi aux initiateurs la possibilité d'annoncer ou de lancer des offres en sachant quand le régime de droits sera soumis à l'approbation des porteurs.

3. Non-approbation ou annulation d'un régime de droits

a) **Le régime de droits cesse d'être valide s'il n'est pas approuvé par les actionnaires (paragraphe 1, 2 et 3 de l'article 2).**

Aucun titre ne peut être émis à l'exercice de droits émis en vertu d'un régime si l'émetteur n'obtient pas l'approbation des actionnaires prévue par le projet de règlement. Le régime cesse d'être valide si le conseil d'administration de l'émetteur ne le soumet pas au vote des actionnaires (auquel cas il devient caduc) ou s'il ne recueille pas l'approbation de la majorité à une assemblée des actionnaires.

b) **Les porteurs peuvent annuler un régime de droits à tout moment à la majorité des voix exprimées (paragraphe 5 de l'article 2).**

En vertu du droit des sociétés, l'initiateur et l'actionnaire qui dispose de suffisamment d'actions peuvent convoquer une assemblée pour étudier l'annulation du régime de droits. Les porteurs peuvent annuler un régime de droits à la majorité des voix exprimées même s'ils l'ont approuvé au préalable. Cette disposition leur donne le dernier mot sur l'annulation du régime. En outre, elle permet, d'une part, à l'initiateur de contester le régime en convoquant une assemblée en vue d'en approuver l'annulation et, d'autre part, aux porteurs de contester le régime à tout moment s'ils estiment qu'il réduit la valeur pour les actionnaires.

La possibilité d'annuler tout régime de droits à la majorité des voix exprimées signifie également que les initiateurs et les actionnaires n'ont pas besoin de remplacer le conseil d'administration de la société visée à cette fin. Bien que les conseils renouvelables par tranches n'aient pas la même efficacité au Canada qu'aux États-Unis, nous ne jugeons pas que les initiateurs ou les actionnaires de la société visée devraient avoir à remplacer le conseil pour qu'il soit possible d'accepter une offre.

c) **L'émetteur dont le régime de droits n'est pas approuvé ou est annulé ne peut adopter de nouveau régime pendant au moins douze mois, sauf dans certains cas (article 7).**

En règle générale, l'émetteur n'est pas autorisé à mettre en œuvre un nouveau régime de droits pendant un an s'il n'obtient pas l'approbation des actionnaires pour un nouveau régime dans le délai prescrit ou si les actionnaires votent pour annuler un régime, sauf s'il obtient l'approbation préalable des porteurs. Il peut cependant adopter un nouveau régime si une OPA formelle est lancée après la date de caducité ou d'annulation du régime précédent, sous réserve de l'obligation, prévue à l'article 2 du projet de règlement, d'obtenir l'approbation des porteurs dans un délai de 90 jours suivant la date d'adoption.

À l'heure actuelle, la Bourse de Toronto a généralement pour pratique de ne pas autoriser l'adoption d'un nouveau régime de droits pendant trois ans si les actionnaires n'en ont approuvé aucun. Toutefois, l'émetteur peut adopter un nouveau régime de droits en réaction à une offre ou en prévision d'une offre parce que la Bourse de Toronto s'en remet, pour l'examen, à l'autorité en valeurs mobilières compétente, ce qui permet d'adopter un régime de droits tactique qu'elle n'autoriserait pas.

Nous estimons opportun de permettre qu'un nouveau régime de droits soit adopté et devienne valide en réaction à une offre même si un régime précédent est devenu caduc ou

a été annulé dans les douze mois précédant l'offre. Le conseil de la société visée devrait obtenir l'approbation des actionnaires dans un délai de 90 jours suivant l'adoption, mais le régime serait valide dans l'intervalle.

Nous craignons qu'une interdiction générale d'adopter un régime de droits après qu'un régime est devenu caduc ou a été annulé ne rende l'émetteur et les actionnaires vulnérables aux OPA hostiles lancées dans les douze mois suivant la cessation du régime. Nous signalons également que les actionnaires d'un émetteur peuvent voter pour un régime de droits en réaction à une offre même s'ils ont précédemment voté contre.

4. Approbation des porteurs

a) **L'initiateur et ses alliés ne peuvent pas participer au vote des actionnaires qui est exigé pour adopter, maintenir, modifier ou annuler un régime de droits (paragraphe 1 de l'article 1).**

Le projet de règlement exige l'approbation des porteurs pour tout régime de droits et interdit à l'initiateur et à ses alliés de participer au vote requis. L'initiateur est évidemment en conflit d'intérêts lorsque les actionnaires examinent un régime de droits parce que tout vote à cet égard est, dans les faits, un référendum sur son offre.

Ce sont les offres lancées par des actionnaires significatifs, notamment les offres partielles et les offres sans minimum à déposer, qui pourraient être les plus touchées par cette restriction. Dans ces cas, en effet, la capacité des actionnaires indépendants de la société visée de voter sur le régime de droits donnera davantage de moyens au conseil d'administration pour négocier avec l'initiateur s'il s'agit d'un initié.

La capacité de l'initiateur qui est aussi initié d'accroître sa participation en faisant une offre partielle ou une offre sans minimum à déposer augmente la pression sur les actionnaires minoritaires pour qu'ils déposent leurs actions, s'ils prennent leur décision indépendamment. Les actionnaires minoritaires peuvent déposer leurs actions en réponse à une offre partielle qu'ils jugent financièrement inadéquate s'ils s'inquiètent d'une baisse de liquidité après l'offre, de la possibilité de ne pas recevoir de prime de contrôle, du contrôle accru de l'initiateur, de sa capacité d'acquérir la société visée sans leur approbation une fois qu'il détiendra 90 % des actions et du risque permanent de prise de contrôle rampante. Si le conseil de la société visée pouvait adopter et maintenir un régime de droits avec le soutien des actionnaires indépendants, cela diminuerait la pression exercée sur les actionnaires pour accepter une offre qui leur semble sous-évaluer leurs actions.

Autre question importante pour déterminer qui exclure du vote sur les régimes de droits : faut-il autoriser les membres de la direction de la société visée à voter? Ces personnes sont en conflit d'intérêts potentiel lorsqu'une OPA hostile est lancée. Nous sommes cependant d'avis qu'elles devraient être autorisées à voter avec les actionnaires parce que leurs voix seraient proportionnelles à l'intérêt financier que représentent leurs actions. Par

conséquent, elles n'exerceraient qu'une influence proportionnelle à leur participation, de la même manière que les autres actionnaires.

b) **Un régime de droits doit être approuvé *a)* à la majorité des voix des porteurs, exception faite de celles de tout porteur dispensé et de ses alliés, et *b)* par un vote distinct qui n'exclut pas les voix de ce porteur (article 6).**

Cette disposition vise les cas où les porteurs d'actions bénéficiant de droits acquis (généralement les grands porteurs existants) sont dispensés de l'application du régime de droits lorsque leur participation dépasse le seuil de déclenchement du régime. Ces actionnaires ont souvent le droit d'accroître leur participation en faisant des acquisitions annuelles graduelles restreintes sans déclencher le régime.

Cette disposition est analogue aux règles actuelles de la Bourse de Toronto. Elle oblige les émetteurs à obtenir deux approbations : l'une à l'issue d'un vote qui comptabilise les voix de l'actionnaire bénéficiant de droits acquis et l'autre, d'un vote distinct qui les exclut.

Ce double vote tient compte du fait que l'actionnaire bénéficiant de droits acquis et les actionnaires « minoritaires » peuvent avoir des intérêts divergents, mais légitimes. L'actionnaire bénéficiant de droits acquis est soumis à des restrictions sur l'acquisition d'actions supplémentaires qui n'existaient pas avant la mise en œuvre du régime de droits. Le risque se pose également que les actionnaires minoritaires ne lui imposent des restrictions ou des obligations inéquitables s'il est exclu du vote sur le régime. C'est pourquoi il faut exiger un vote qui n'exclut pas l'actionnaire bénéficiant de droits acquis.

En revanche, l'approbation distincte des actionnaires minoritaires se justifie pour réduire le risque qu'un actionnaire bénéficiant de droits acquis détenant une participation significative n'impose à l'émetteur et aux actionnaires minoritaires un régime de droits qui lui donne le pouvoir d'augmenter sa participation, complique la tâche aux initiateurs d'offres ou nuit d'une autre façon aux actionnaires minoritaires.

5. Application du régime de droits

a) **Si le conseil d'administration de la société visée renonce à l'application du régime de droits ou le modifie en faveur de l'initiateur d'une OPA, il doit y renoncer ou le modifier à l'égard de toutes les offres formelles (article 4).**

Étant donné que les actionnaires s'attendent à ce que le régime de droits s'applique de la même façon à toutes les offres, nous estimons que le conseil d'administration de la société visée ne devrait pas pouvoir faire de distinction entre initiateurs en renonçant à l'application du régime à une offre amicale tout en la maintenant pour d'autres offres formelles. Cette disposition permet aux actionnaires d'avoir le dernier mot sur l'issue des offres en déposant leurs actions ou non.

b) **Un régime de droits ne peut être opposé qu'à des OPA ou à des acquisitions de titres (article 3).**

Un régime de droits ne peut être opposé qu'à des OPA au sens de la législation en valeurs mobilières ou à d'autres acquisitions de titres de l'émetteur et non aux opérations ou dans des circonstances nécessitant un vote des actionnaires, comme lors de l'élection contestée d'administrateurs. La capacité des actionnaires d'exercer les droits de vote rattachés à leurs actions ou de faire des propositions ne devrait être compromise par l'application d'aucun régime de droits.

6. Modifications importantes d'un régime de droits

a) Les modifications importantes d'un régime de droits sont valides à compter de la date de leur adoption par le conseil d'administration de l'émetteur (paragraphe 4 de l'article 2).

Les modifications importantes d'un régime de droits sont traitées de la même façon que l'adoption initiale du régime. Elles sont valides immédiatement ou à compter de la date qu'elles prévoient, mais doivent être approuvées par un vote des actionnaires dans un délai de 90 jours.

b) Les modifications importantes d'un régime de droits doivent être approuvées de la même façon qu'un nouveau régime (article 2).

Nous avons envisagé d'interdire les modifications importantes des régimes de droits, de faire en sorte que ces modifications ne soient valides qu'une fois l'approbation des actionnaires obtenue ou d'exiger que les actionnaires donnent leur approbation plus rapidement, par exemple dans un délai de 60 jours. Cependant, comme le projet de règlement n'interdit pas à l'émetteur d'adopter un second régime de droits même si le régime existant a été approuvé au préalable par les actionnaires, il est possible d'apporter des modifications importantes en mettant en œuvre un nouveau régime.

Par conséquent, nous avons conclu qu'il fallait traiter les modifications importantes de la même façon que l'adoption d'un nouveau régime de droits.

7. Dépôt et information (paragraphe 6 de l'article 2)

Lorsqu'un régime de droits est adopté ou subit une modification importante, il doit être déposé au moyen de SEDAR et l'émetteur doit diffuser un communiqué contenant l'information prescrite.

Ces obligations ont pour objet de garantir que les participants au marché disposent de suffisamment d'information pour comprendre les principales modalités du régime de droits, la raison de son adoption ou de son maintien et la façon dont l'émetteur s'en sert. Il est nécessaire que les actionnaires aient suffisamment d'information lorsqu'ils votent sur un régime de droits.

8. Dispenses (article 9)

Nous proposons que les autorités en valeurs mobilières aient le pouvoir d'octroyer des dispenses de l'application du projet de règlement. Cela nous paraît justifié parce qu'il est difficile de prévoir l'effet du projet de règlement dans toutes les situations.

MODIFICATIONS CORRÉLATIVES

Nous proposons de modifier l'Avis 62-202 pour qu'il ne s'applique pas aux régimes de droits. Nous proposons aussi d'apporter des modifications corrélatives à l'Instruction générale 62-203 et à l'annexe relative à la circulaire de sollicitation de procurations du Règlement 51-102, à l'annexe relative à la circulaire des administrateurs du Règlement 62-104 et de la Rule 62-504 ainsi qu'à l'annexe sur le prospectus du Règlement 41-101, afin de prescrire des obligations d'information sur les régimes de droits.

AUTRES SOLUTIONS ENVISAGÉES

Nous avons envisagé des solutions de rechange au projet de règlement, notamment : *i)* maintenir le statu quo, *ii)* laisser les tribunaux se prononcer sur les mesures de défense comme une question d'obligation fiduciaire; et *iii)* n'autoriser les régimes de droits que s'ils sont normalisés, contiennent des clauses relatives aux « offres permises » et sont approuvés par les actionnaires. Nous avons conclu que le projet de règlement était préférable pour les motifs susmentionnés.

DOCUMENTS NON PUBLIÉS

Pour élaborer le projet de règlement, nous n'avons utilisé aucune étude ni aucun rapport ou document écrit importants non publiés.

AVIS LOCAUX

Dans certains territoires, d'autres renseignements exigés par la législation en valeurs mobilières locale sont publiés en annexe au présent avis.

CONSULTATION

Nous invitons les intéressés à formuler des commentaires sur les projets de textes, de même qu'à répondre aux questions suivantes :

Questions générales

1. Selon vous, le projet de règlement est-il préférable au statu quo, à des modifications du régime des OPA exigeant l'inclusion de clauses relatives aux « offres permises » et permettant de renoncer aux régimes ou encore à des modifications de l'Avis 62-202 indiquant précisément les circonstances dans

lesquelles les autorités en valeurs mobilières interviendraient dans l'intérêt public en prononçant des interdictions d'opérations à l'égard de régimes?

2. Estimez-vous qu'une fois le projet de règlement en vigueur, les autorités en valeurs mobilières auront à tenir moins d'audiences d'intérêt public sur les régimes de droits? Veuillez motiver votre réponse.

3. Selon vous, le projet de règlement aura-t-il une incidence négative sur la structure des OPA au Canada? Veuillez motiver votre réponse.

4. Le pouvoir discrétionnaire conféré au conseil d'administration par le projet de règlement est-il approprié?

5. Le projet de règlement accroît l'influence du conseil d'administration de la société visée et le contrôle des actionnaires sur l'utilisation de régimes de droits. Selon vous, cela dissuade-t-il indûment les initiateurs d'OPA hostiles? Si vous estimez que cela empêchera les OPA hostiles, veuillez indiquer si vous y êtes favorable ou si cela vous préoccupe. Si vous craignez que le projet de règlement ne dissuade indûment les initiateurs d'OPA hostiles, veuillez indiquer comment vous le modifieriez pour régler ce point.

6. Selon vous, faudra-t-il apporter d'autres modifications ou des modifications corrélatives à la législation en valeurs mobilières applicable si le projet de règlement entre en vigueur? Veuillez fournir des explications.

Questions particulières

7. Le projet de règlement prévoit qu'un régime de droits est valide dès son adoption, pourvu que les actionnaires l'approuvent dans un délai de 90 jours.

   a) Ce délai est-il approprié? Les émetteurs devraient disposer de plus ou de moins de 90 jours pour obtenir l'approbation des actionnaires?

   b) Le délai d'approbation des actionnaires devrait-il être différent si le régime de droits a été adopté en l'absence d'OPA ou en réaction à une OPA?

8. Le projet de règlement prévoit qu'un régime de droits adopté après une OPA peut demeurer valide pendant 90 jours, jusqu'à l'approbation des porteurs. Nous soulignons que ce délai est plus long que le délai minimum de 35 jours pendant lequel l'offre doit rester ouverte en vertu de la législation en valeurs mobilières applicable et la période de 45 à 55 jours après laquelle les autorités en valeurs mobilières prononcent généralement une interdiction d'opérations si elles accueillent la demande de l'initiateur. Que pensez-vous de cet allongement du délai?

9. Le projet de règlement prévoit qu'un régime de droits est valide dès son adoption pourvu que les actionnaires l'approuvent dans un délai de 90 jours, mais il n'exige pas la tenue d'une assemblée des actionnaires avant la fin de ce délai. Dans les faits, cela signifie que le régime peut rester en vigueur pendant 90 jours même si le conseil d'administration décide de ne pas convoquer d'assemblée. Le projet de règlement devrait-il traiter des cas où l'émetteur ne convoque pas d'assemblée des actionnaires après l'adoption d'un régime?

10. Le projet de règlement prévoit que tous les régimes de droits doivent être approuvés de nouveau par les actionnaires au plus tard à la date de l'assemblée annuelle de l'émetteur tenue au cours de chaque exercice suivant celui où l'approbation initiale a été obtenue.

    a) Cette échéance est-elle appropriée?

    b) Les régimes de droits approuvés en l'absence d'OPA devraient-ils demeurer valides plus longtemps que ceux qui sont adoptés en réaction à une OPA?

11. La définition de l'expression « approbation des porteurs » prévue par le projet de règlement n'exclut pas les voix exprimées par les membres de la direction de l'émetteur. Selon vous, est-ce approprié? Veuillez fournir des explications. Votre réponse diffère-t-elle selon que l'approbation des actionnaires concerne un régime de droits adopté en l'absence d'OPA ou qu'elle concerne un régime adopté en réponse à une OPA? Faudrait-il traiter d'autres questions touchant le vote?

12. L'article 3 du projet de règlement limite l'application des régimes de droits aux OPA et à l'acquisition de titres de l'émetteur. Cette limitation restreint-elle indûment les applications potentielles des régimes de droits? Faudrait-il aussi permettre de les opposer aux conventions de dépôt irrévocables?

13. Appuyez-vous l'application du projet de règlement aux modifications importantes d'un régime de droits? La nature des modifications importantes devrait-elle être traitée explicitement dans le projet de règlement ou le projet d'instruction?

14. Le projet de règlement ou le projet d'instruction générale devrait-il permettre aux actionnaires dissidents ou aux initiateurs de contester un régime de droits approuvé au préalable plus facilement que le droit des sociétés, par exemple en prévoyant un délai minimal pour convoquer une assemblée ou en dérogeant aux exigences en matière de participation minimale?

15. L'article 5 du projet de règlement prévoit, pour le nouvel émetteur assujetti, une exception à l'obligation d'obtenir l'approbation des porteurs. Faut-il limiter cette exception ou l'assortir de conditions selon la façon dont l'émetteur devient émetteur assujetti ou selon les circonstances de l'opération (par exemple, dans le

cas où le nouvel émetteur assujetti est issu de la scission d'un autre émetteur assujetti)?

16. L'article 10 du projet de règlement contient une disposition transitoire. Le délai prévu est-il convenable?

Présentation des commentaires

Veuillez présenter vos commentaires par écrit au plus tard le **12 juin 2013**. Si vous ne les envoyez pas par courriel, veuillez fournir un CD les contenant (format Microsoft Word).

Prière d'adresser vos commentaires aux membres des ACVM comme suit :

British Columbia Securities Commission
Alberta Securities Commission
Financial and Consumer Affairs Authority of Saskatchewan
Commission des valeurs mobilières du Manitoba
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
Autorité des marchés financiers
Superintendent of Securities, Prince Edward Island
Nova Scotia Securities Commission
Commission des valeurs mobilières du Nouveau-Brunswick
Securities Commission of Newfoundland and Labrador
Surintendant des valeurs mobilières, Yukon
Surintendant des valeurs mobilières, Territoires du Nord-Ouest
Surintendant des valeurs mobilières, Nunavut

Veuillez n'envoyer vos commentaires qu'aux adresses suivantes et ils seront distribués aux autres membres des ACVM.

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
Courriel : 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

Veuillez noter que les commentaires reçus seront rendus publics sur les sites Web de certaines autorités en valeurs mobilières. Nous ne pouvons préserver la confidentialité des commentaires parce que la législation en valeurs mobilières de certaines provinces exige la publication d'un résumé des commentaires écrits reçus pendant la période de consultation.

Questions

Pour toute question, prière de s'adresser à l'une des personnes suivantes :

Rosetta Gagliardi
Conseillère en réglementation
Autorité des marchés financiers
514-395-0337, poste 4462
rosetta.gagliardi@lautorite.qc.ca

Sandrine Tremblay
Analyste-expert en financement des sociétés
Autorité des marchés financiers
514-395-0337, poste 4425
sandrine.tremblay@lautorite.qc.ca

Naizam Kanji
Deputy Director, Mergers & Acquisitions, Corporate Finance
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
416-593-8060
nkanji@osc.gov.on.ca

Jason Koskela
Senior Legal Counsel, Mergers & Acquisitions, Corporate Finance
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
416-595-8922
jkoskela@osc.gov.on.ca

Gordon Smith
Senior Legal Counsel, Corporate Finance
British Columbia Securities Commission
604-899-6656 (ligne directe)
800-373-6393 (sans frais au Canada)
gsmith@bcsc.bc.ca

Leslie Rose
Senior Legal Counsel, Corporate Finance
British Columbia Securities Commission
604-899-6654 (ligne directe)
800-373-6393 (sans frais au Canada)
lrose@bcsc.bc.ca

Tracy Clark
Legal Counsel, Corporate Finance
Alberta Securities Commission
403-355-4424
tracy.clark@asc.ca

Sonne Udemgba
Deputy Director, Legal/Exemption
Securities Division, Financial and Consumer Affairs Authority of Saskatchewan
306-787-5879
sonne.udemgba@gov.sk.ca

Chris Besko
Legal Counsel, Deputy Director
Commission des valeurs mobilières du Manitoba
204-945-2561
chris.besko@gov.mb.ca

ANNEXE A

Positions à l'égard des mesures de défense aux États-Unis et au Royaume-Uni

A. États-Unis

i) Delaware

Aux États-Unis, les tribunaux traitent les mesures de défense comme une question d'obligation fiduciaire en vertu du droit des sociétés de l'État dans lequel la société visée est constituée. Les tribunaux du Delaware ont une influence notable sur la conduite du conseil d'administration des sociétés visées par des OPA hostiles parce que la plupart des sociétés américaines faisant appel public à l'épargne sont constituées dans cet État et sont par conséquent assujetties à son droit des sociétés.

Si les tribunaux du Delaware s'en remettent généralement à l'appréciation commerciale du conseil d'administration lorsqu'ils sont appelés à établir s'il y a eu manquement à l'obligation fiduciaire, ils sont plus sévères pour ce qui est des mesures de défense parce qu'en situation d'OPA hostile, les intérêts du conseil et de la direction de la société visée peuvent différer de ceux des actionnaires.

Ainsi, les tribunaux n'appliquent pas la règle de l'appréciation commerciale lorsqu'ils sont saisis des mesures prises par le conseil de la société visée en réponse à une OPA hostile, à moins que celui-ci ne soulève une question préjudicielle et ne démontre, d'une part, qu'il avait des motifs raisonnables de croire que l'offre compromettait les orientations stratégiques et l'efficacité de la société et, d'autre part, que les mesures de défense adoptées étaient raisonnables, compte tenu de la menace qui pesait sur cette dernière[13]. S'il peut le démontrer, il bénéficiera de l'application de la règle de l'appréciation commerciale.

Les tribunaux du Delaware estiment d'ordinaire que les régimes de droits sont une réponse raisonnable et proportionnelle à la menace que fait peser une OPA hostile sur la stratégie de la société visée[14]. Ils reconnaissent que les actionnaires de la société peuvent, en dernier ressort, remplacer le conseil d'administration par un conseil à même de retirer le régime de droits. Donc, en vertu du droit du Delaware, le conseil de la société visée peut maintenir un régime de droits en réponse à une OPA hostile pour protéger la stratégie de la société, du moment qu'il ne prend pas de mesures qui empêchent les actionnaires de le remplacer et de retirer le régime de droits.

La position des tribunaux du Delaware à l'égard des régimes de droits est problématique parce qu'il est difficile et coûteux, pour l'initiateur, de remplacer le conseil de la société visée pour retirer le régime de droits, surtout lorsque la société a un conseil renouvelable

---

[13] C'est ce que l'on appelle le critère « Unocal », d'après la décision judiciaire du Delaware.

[14] Dans *Unitrin v. American General Corp.*, 651 A.2d 345 (Del. 1993), un tribunal du Delaware a statué que toute mesure de défense sera maintenue comme réponse proportionnelle à une menace si, d'une part, elle n'est pas coercitive, c'est-à-dire qu'elle n'empêche pas l'offre, et si, d'autre part, elle est raisonnable.

par tranches, c'est-à-dire un conseil dont seulement un tiers des membres sont élus chaque année : l'initiateur devrait remporter deux courses consécutives aux procurations annuelles pour pouvoir élire la majorité des administrateurs et retirer le régime[15]. En règle générale, les droits des actionnaires de convoquer une assemblée à cette fin sont limités aux États-Unis.

Au Delaware, le conseil de la société visée a donc un « droit de véto » qui lui permet d'adopter des mesures de défense ayant pour effet d'empêcher les actionnaires d'accepter une OPA hostile sans son aval. Cette situation a été mise en relief dans une récente décision de la chancellerie du Delaware, qui n'a pas ordonné le rachat des droits émis en vertu d'un régime malgré le fait que l'offre n'était pas coercitive et qu'elle durait depuis 16 mois[16].

ii) Législation des États

Aux États-Unis, les législatures des États ont presque toutes adopté des lois anti-OPA qui semblent avoir pour objet de rendre les OPA hostiles plus difficiles pour les initiateurs et non d'empêcher les offres structurellement coercitives ni de maximiser la valeur pour les actionnaires. Par exemple, en vertu de la loi du Delaware sur les regroupements d'entreprises, il suffit à l'initiateur d'acquérir plus de 85 % des actions de la société visée pour en prendre le contrôle sans l'aval du conseil d'administration.

B. Royaume-Uni

Au Royaume-Uni, toutes les mesures de défense contre les OPA sont passées en revue par le Takeover Panel conformément au *Takeover Code* (le ***Takeover Code***).

Le *Takeover Code* interdit au conseil d'administration de la société visée de prendre, pendant une offre publique ou en prévision d'une offre, des mesures susceptibles de la faire échouer ou de priver les actionnaires de la possibilité de prendre une décision sur le fond, à moins que ces derniers n'approuvent les mesures en réaction à l'offre.

Bien que, d'ordinaire, les conseils de sociétés visées assujetties au *Takeover Code* n'adoptent pas de régimes de droits comme mesure de défense, les autres mesures qu'ils prennent pour dissuader les initiateurs d'OPA hostiles nécessitent l'approbation des actionnaires. Le *Takeover Code* empêche aussi le conseil de la société visée d'instaurer des mécanismes de protection des opérations qu'il approuve, comme des indemnités de rupture des négociations.

---

[15] Les conseils d'administration renouvelables par tranches ne sont pas une mesure de défense efficace au Canada parce que l'ensemble des administrateurs peut être remplacé à tout moment en vertu du droit des sociétés canadien. 7

[16] Voir *Air Products & Chemicals, Inc. v. Airgas, Inc.*, C.A. No. 5249-CC (Del. Ch., 15 février 2011).

RÈGLEMENT 62-105 SUR LES RÉGIMES DE DROITS DES PORTEURS

Loi sur les valeurs mobilières
(chapitre V-1.1, a. 331.1, par. 1°, 3°, 4.1°, 8°, 11°, 21° et 34°)

CHAPITRE 1 DÉFINITIONS ET INTERPRÉTATION

1. Définitions

1) Dans le présent règlement, on entend par :

« adoption » : l'adoption d'un régime de droits ou d'une modification d'un tel régime par résolution du conseil d'administration de l'émetteur;

« approbation des porteurs » : sous réserve de l'article 6, l'approbation d'un régime de droits à la majorité des voix exprimées par les porteurs de chaque catégorie de titres de capitaux propres ou de titres comportant droit de vote de l'émetteur visés par le régime, votant dans chaque cas séparément en tant que catégorie, lors d'une assemblée des porteurs de titres de cette catégorie, exception faite des voix exprimées par l'initiateur;

« émetteur » : un émetteur assujetti dans un territoire du Canada;

« initiateur » : les personnes suivantes :

a) une personne qui lance une offre publique d'achat ou qui a annoncé son intention de le faire;

b) une personne qui agit de concert avec la personne visée au paragraphe *a*;

c) une personne participant au contrôle de la personne visée au paragraphe *a*;

d) une personne qui agit de concert avec la personne visée au paragraphe *c*;

« offre publique d'achat » : les opérations suivantes :

a) sauf en Ontario, une offre publique d'achat au sens de l'article 1.1 du Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat;

b) en Ontario, une offre d'achat visant la mainmise au sens du paragraphe 1 de l'article 89 de la Loi sur les valeurs mobilières;

« offre publique d'achat formelle » : les opérations suivantes :

a) sauf en Ontario, une offre publique d'achat visée à la partie 2 du Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat;

b) en Ontario, une offre formelle d'achat visant à la mainmise au sens du paragraphe 1 de l'article 89 de la Loi sur les valeurs mobilières;

« régime de droits » : une convention ou un régime d'un émetteur qui prévoit le placement, auprès des porteurs de l'émetteur, de droits leur conférant la faculté, sauf aux personnes qui déclenchent l'application de la convention ou du régime, de souscrire ou d'acquérir des titres de capitaux propres ou des titres comportant droit de vote supplémentaires de l'émetteur à un prix nettement inférieur à leur cours en cas d'acquisition, par toute personne, d'un nombre ou d'un pourcentage déterminé de titres de capitaux propres ou de titres comportant droit de vote en circulation de l'émetteur ou lorsqu'un ou plusieurs autres évènements déclenchent l'application de la convention ou du régime;

« titre de capitaux propres » : tout titre d'un émetteur qui comporte le droit résiduel de participer au résultat de celui-ci et au partage de ses actifs en cas de liquidation.

2) Pour l'application du présent règlement, une offre publique d'achat est lancée à la date suivante :

a) sauf en Ontario, à la date établie conformément à l'article 2.9 du Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat;

b) en Ontario, à la date établie conformément à l'article 94.1 de la Loi sur les valeurs mobilières.

CHAPITRE 2 VALIDITÉ DU RÉGIME DE DROITS

2. Conditions à remplir

1) L'émetteur ne peut placer de titres à l'exercice de droits de souscription émis en vertu d'un régime de droits que dans l'un des cas suivants :

a) il a obtenu l'approbation des porteurs pour le régime de droits ou une modification importante de celui-ci au plus tard 90 jours après l'adoption du régime ou de la modification;

b) si le régime de droits ou une modification importante de celui-ci est adopté après l'annonce ou le lancement d'une ou de plusieurs offres publiques d'achat, il a obtenu l'approbation des porteurs pour le régime ou la modification au plus tard à la date suivante :

i) le 90e jour après la date de lancement de la première offre;

ii) si cette date est antérieure, le 90e jour après l'adoption du régime ou de la modification.

2) L'émetteur qui a obtenu l'approbation des porteurs pour un régime de droits ou une modification importante de celui-ci conformément au paragraphe 1 ne peut, après l'assemblée annuelle des porteurs tenue lors de chaque exercice suivant celui où il a obtenu l'approbation initiale, placer de titres à l'exercice de droits de souscription émis en vertu du régime que s'il a obtenu l'approbation à cette assemblée.

3) L'émetteur qui n'est pas visé par le sous-paragraphe *a* du paragraphe 1 en vertu de l'article 5 ne peut, après l'assemblée annuelle des porteurs tenue lors de chaque exercice suivant celui où il est devenu émetteur assujetti dans un territoire du Canada, placer de titres à l'exercice de droits de souscription émis en vertu du régime que s'il a obtenu l'approbation des porteurs pour le régime ou une modification importante de celui-ci à cette assemblée.

4) Malgré le paragraphe 1, l'émetteur peut placer des titres à l'exercice de droits de souscription émis en vertu d'un régime de droits à compter de la date d'adoption du régime ou d'une modification importante de celui-ci pendant la période commençant à l'adoption du régime ou d'une modification importante de celui-ci et se terminant à la première des dates suivantes :

a) la date de l'assemblée des porteurs à laquelle l'émetteur n'a pas obtenu l'approbation pour le régime ou la modification;

b) la date à laquelle l'approbation des porteurs pour le régime ou la modification est exigée conformément au paragraphe 1.

5) L'émetteur ne peut placer de titres à l'exercice de droits de souscription émis en vertu d'un régime de droits si l'annulation de celui-ci est approuvée par les porteurs.

6) L'émetteur qui adopte un régime de droits ou y apporte une modification importante

a les obligations suivantes :

a) il publie et dépose rapidement un communiqué contenant l'information suivante :

i) la raison pour laquelle il a adopté le régime ou la modification et, le cas échéant, le fait que le régime ou la modification a été adopté en réponse à une proposition particulière d'acquisition de titres de capitaux propres ou de titres comportant droit de vote de l'émetteur ou à une offre publique d'achat prévue, proposée, annoncée ou lancée;

ii) une description des principales modalités du régime ou de la modification, notamment les modalités pertinentes pour le porteur qui doit décider d'approuver ou de rejeter le régime;

iii) le fait que certains porteurs existants sont traités différemment ou ont des droits et obligations différents en vertu du régime et les motifs de ces différences;

iv) le cas échéant, le fait que le régime permet à toute personne d'acquérir la propriété ou le contrôle de titres de capitaux propres ou de titres comportant droit de vote à certaines conditions sans que cela entraîne de différence dans le traitement de ses droits en vertu du régime, ainsi que les conditions et les motifs de ces conditions;

v) le fait que des administrateurs indépendants de l'émetteur ont examiné ou non le régime pour déterminer s'il est au mieux des intérêts de l'émetteur et des porteurs ou les motifs de l'absence d'examen;

vi) un exposé des raisons pour lesquelles le régime est au mieux des intérêts de l'émetteur et des porteurs;

vii) le fait que les porteurs de l'émetteur doivent approuver le régime ou la modification et qu'ils peuvent annuler tout régime conformément au présent règlement;

viii) le moment auquel l'émetteur prévoit tenir une assemblée à laquelle les porteurs peuvent voter sur le régime ou la modification et les voix qui seront exclues pour établir s'il y a approbation des porteurs;

ix) toute autre information importante dont les porteurs peuvent avoir besoin pour décider d'approuver ou de rejeter le régime;

b) il dépose rapidement le régime ou la modification;

c) il inclut l'information prévue au sous-paragraphe *a* dans toute circulaire de sollicitation de procurations prévue par la législation en valeurs mobilières en vue d'une assemblée des actionnaires à laquelle il demandera l'approbation des porteurs pour le régime ou la modification.

7) Pour l'application de la disposition *v* du sous-paragraphe *a* paragraphe 6, un administrateur n'est pas indépendant s'il est ou a été, au cours des 12 mois précédant la date d'adoption d'un régime de droits, dirigeant ou salarié de l'émetteur.

3. Portée du régime de droits

L'émetteur ne peut placer de titres à l'exercice de droits de souscription émis en vertu d'un régime de droits qu'en cas de lancement d'une offre publique d'achat ou d'acquisition de ses titres par toute personne.

4. Renonciation à l'application du régime de droits ou modification de celui-ci

L'émetteur qui, conformément aux modalités d'un régime de droits, renonce à l'application du régime ou d'une de ses clauses ou qui les modifie à l'égard d'une offre publique d'achat y renonce également ou y apporte la même modification à l'égard de toute

autre offre publique d'achat annoncée ou lancée soit en date de la renonciation ou de la modification, soit pendant l'offre publique d'achat.

5. Exception pour les nouveaux émetteurs assujettis

Le paragraphe 1 de l'article 2 ne s'applique pas lorsque les conditions suivantes sont réunies :

a) le régime de droits a été adopté avant que l'émetteur ne devienne émetteur assujetti dans un territoire du Canada;

b) l'information prévue au sous-paragraphe *a* du paragraphe 6 de l'article 2 figurait dans un document que l'émetteur a déposé pour devenir émetteur assujetti;

c) l'émetteur a déposé le régime.

6. Porteurs dispensés

Si le régime de droits de l'émetteur dispense un porteur de son application, l'approbation des porteurs prévue au paragraphe 1, 2 ou 3 de l'article 2, selon le cas, est obtenue à la majorité des voix exprimées par les porteurs de la catégorie applicable :

a) compte non tenu des voix des porteurs dispensés et des personnes qui agissent de concert avec eux;

b) compte tenu des voix des porteurs dispensés et des personnes qui agissent de concert avec eux.

7. Restrictions sur les nouveaux régimes de droits à la suite du rejet ou de l'annulation d'un régime

1) L'émetteur qui n'obtient pas l'approbation des porteurs pour un régime de droits ou une modification importante de celui-ci conformément au paragraphe 1, 2 ou 3 de l'article 2 ne peut placer de titres à l'exercice de droits de souscription émis en vertu d'un nouveau régime pendant les 12 mois suivant la date du rejet, sauf s'il obtient au préalable l'approbation des porteurs.

2) Pour l'application du paragraphe 1, l'expression « date du rejet » a le sens suivant :

a) la date de l'assemblée à laquelle l'émetteur n'a pas obtenu l'approbation des porteurs pour le régime ou la modification;

b) en l'absence d'assemblée, l'échéance de l'approbation des porteurs prévue au paragraphe 1, 2 ou 3 de l'article 2.

3) Si l'approbation des porteurs pour annuler un régime de droits est obtenue, l'émetteur ne place pas de titres à l'exercice de droits de souscription émis en vertu d'un nouveau régime pendant au moins 12 mois, sauf s'il obtient au préalable l'approbation des porteurs.

4) Les paragraphes 1 et 3 ne s'appliquent pas après le lancement ou l'annonce d'une offre publique d'achat formelle des titres de l'émetteur et l'adoption par celui-ci, après le lancement de l'annonce de l'offre mais avant son expiration, d'un nouveau régime de droits ou d'une modification importante d'un régime.

5) Le présent règlement s'applique au régime de droits adopté conformément au présent article.

8. Dispense de prospectus

L'obligation de prospectus ne s'applique ni au placement de titres par l'émetteur auprès de ses porteurs en vertu d'un régime de droits ni à l'exercice de droits émis en vertu

de ce régime conformément au présent règlement.

CHAPITRE 3 DISPENSE

9. Dispense

1) L'agent responsable ou l'autorité en valeurs mobilières peut accorder une dispense de l'application de tout ou partie du présent règlement, sous réserve des conditions ou restrictions auxquelles la dispense peut être subordonnée.

2) Malgré le paragraphe 1, en Ontario, seul l'agent responsable peut accorder une telle dispense.

3) Sauf en Ontario, la dispense prévue au paragraphe 1 est accordée conformément à la loi visée à l'annexe B du Règlement 14-101 sur les définitions, vis-à-vis du nom du territoire intéressé.

CHAPITRE 4 ENTRÉE EN VIGUEUR

10. Transition

1) Sauf disposition contraire du paragraphe 2, le présent règlement ne s'applique à aucun émetteur à l'égard d'un régime de droits adopté le *(indiquer ici la date d'entrée en vigueur du présent règlement)* ou avant cette date.

2) L'émetteur qui a adopté un régime de droits le *(indiquer ici la date d'entrée en vigueur du présent règlement)* ou avant cette date ne peut, après son assemblée annuelle suivante tenue au moins 90 jours après cette date, placer de titres à l'exercice de droits de soucription émis en vertu du régime, sauf s'il obtient ou a obtenu l'approbation des porteurs pour le régime, y compris toute modification importante, lors de cette assemblée.

11. Date d'entrée en vigueur

Le présent règlement entre en vigueur le *(indiquer ici la date d'entrée en vigueur du présent règlement)*.

INSTRUCTION GÉNÉRALE RELATIVE AU RÈGLEMENT 62-105 SUR LES RÉGIMES DE DROITS DES PORTEURS

CHAPITRE 1 OBSERVATIONS GÉNÉRALES

1. Objet

Le règlement a pour objet d'instaurer au Canada une réglementation générale des régimes de droits qui donne au conseil d'administration et aux actionnaires de la société visée un plus grand pouvoir discrétionnaire quant à l'utilisation des régimes, de réduire le nombre de cas dans lesquels les autorités en valeurs mobilières auraient à intervenir et de maintenir un marché actif de prises de contrôle.

CHAPITRE 2 INTERPRÉTATION

2. Droit de souscription

Pour l'application du règlement, l'expression « droit de souscription » s'entend de tout droit ou titre permettant au porteur, à certaines conditions ou non, d'acquérir ou de recevoir des titres de capitaux propres ou des titres comportant droit de vote d'un émetteur à un prix nettement inférieur à leur cours. Elle doit recevoir une interprétation libérale.

3. Modification importante

Une modification importante d'un régime de droits s'entend de toute modification dont on pourrait raisonnablement s'attendre à ce qu'elle influe sur la décision des porteurs de la société visée d'approuver ou non le régime.

4. Signification de l'expression « nouveau régime de droits »

Pour l'application de l'article 7 du règlement, l'expression « nouveau régime de droits » s'entend également d'une modification importante d'un régime qui est similaire pour l'essentiel à un régime pour lequel l'émetteur n'a pas obtenu l'approbation des porteurs conformément au paragraphe 1, 2 ou 3 de l'article 2.

CHAPITRE 3 INTERVENTION DES AUTORITÉS EN VALEURS MOBILIÈRES

5. Motif d'intervention

Les autorités en valeurs mobilières ne prononceront d'interdictions d'opérations à l'égard de régimes de droits adoptés conformément au règlement pour des motifs d'intérêt public que si l'émetteur visé agit en contravention des principes fondamentaux de celui-ci ou si un motif d'intervention dans l'intérêt public qui n'est pas prévu par celui-ci se fait jour. De manière générale, elles n'appliquent plus à l'examen des régimes de droits le principe voulant qu'« il vient un moment où la pilule doit cesser de produire ses effets ».

6. Approbation des porteurs

La décision d'adopter ou de maintenir un régime de droits revient aux porteurs. Les autorités en valeurs mobilières estiment de manière générale que le conseil d'administration de la société visée est autorisé à conserver tout régime approuvé par la majorité des porteurs lors d'une assemblée annuelle antérieure ou en réaction à une offre publique d'achat.

7. Validité des régimes de droits

Les autorités en valeurs mobilières ne sont pas habilitées à se prononcer sur la validité des régimes de droits en droit des sociétés. Le règlement ne rend aucun régime de droits valide s'il ne l'est pas en vertu du droit des sociétés.

8. Dispense

Les autorités en valeurs mobilières ont le pouvoir général d'accorder des dispenses de l'application du règlement. Elles étudieront généralement les demandes de dispense en fonction des principes énoncés dans l'*Avis 62-202 relatif aux mesures de défense contre une offre publique d'achat* et ses modifications.

RÈGLEMENT MODIFIANT LE RÈGLEMENT 41-101 SUR LES OBLIGATIONS GÉNÉRALES RELATIVES AU PROSPECTUS

Loi sur les valeurs mobilières
(chapitre V-1.1, a. 331.1, par. 1° et 34°)

1. L'article 1.1 du Règlement 41-101 sur les obligations générales relatives au prospectus est modifié par l'insertion, après la définition de l'expression « prospectus simplifié », de la suivante :

« « régime de droits » : un régime de droits au sens de l'article 1 du Règlement 62-105 sur les régimes de droits des porteurs; ».

2. L'Annexe 41-101A1 de ce règlement est modifiée par l'insertion, après la rubrique 27.1, de la suivante :

« **27.2. Régime de droits**

Si l'émetteur a adopté un régime de droits et n'est émetteur assujetti dans aucun territoire du Canada immédiatement avant la date du prospectus ordinaire définitif, fournir l'information prévue au sous-paragraphe *a* du paragraphe 6 de l'article 2 du Règlement 62-105 sur les régimes de droits des porteurs. ».

3. Le présent règlement entre en vigueur le *(indiquer ici la date d'entrée en vigueur du présent règlement).*

RÈGLEMENT MODIFIANT LE RÈGLEMENT 51-102 SUR LES OBLIGATIONS D'INFORMATION CONTINUE

Loi sur les valeurs mobilières
(chapitre V-1.1, a. 331.1, par. 1° et 34°)

1. L'article 1.1 du Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue est modifié par l'insertion, après la définition de l'expression « rapport de gestion », de la suivante :

« « régime de droits » : un régime de droits au sens de l'article 1 du Règlement 62-105 sur les régimes de droits des porteurs; ».

2. L'Annexe 51-102A5 de ce règlement est modifiée :

1° par le remplacement, dans le paragraphe *c* de la partie 1, de la dernière phrase par la suivante :

« Cependant, l'information à présenter dans l'Annexe 51-102A6 ou en vertu de la rubrique 14.6 de la présente annexe ne peut être intégrée par renvoi dans la circulaire. »;

2° par l'insertion, dans la partie 2 et après la rubrique 14.5, de la suivante :

« **14.6.** Si l'ordre du jour porte sur l'approbation des porteurs pour un régime de droits ou une modification importante d'un régime de droits conformément au Règlement 62-105 sur les régimes de droits des porteurs, fournir l'information prévue au sous-paragraphe *a* du paragraphe 6 de l'article 2 de ce règlement et remplir les autres obligations de la rubrique 14. ».

3. Le présent règlement entre en vigueur le *(indiquer ici la date d'entrée en vigueur du présent règlement)*.

RÈGLEMENT MODIFIANT LE RÈGLEMENT 62-104 SUR LES OFFRES PUBLIQUES D'ACHAT ET DE RACHAT

Loi sur les valeurs mobilières
(chapitre V-1.1, a. 331.1, par. 1° et 34°)

1. L'article 1.1 du Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat est modifié par l'insertion, après la définition de l'expression « offre publique de rachat », de la suivante :

« « régime de droits » : un régime de droits au sens de l'article 1 du Règlement 62-105 sur les régimes de droits des porteurs; ».

2. L'Annexe 62-104A3 de ce règlement est modifiée par l'insertion, dans la partie 2 et après la rubrique 16, de la suivante :

« **Rubrique 16.1 Régime de droits**

Si l'émetteur visé a adopté un ou plusieurs régimes de droits, fournir sur chaque régime l'information prévue au sous-paragraphe *a* du paragraphe 6 de l'article 2 du Règlement 62-105 sur les régimes de droits des porteurs.

Si l'émetteur visé n'a pas adopté de régime de droits, indiquer s'il compte le faire en réponse à l'offre. ».

3. Le présent règlement entre en vigueur le *(indiquer ici la date d'entrée en vigueur du présent règlement).*

MODIFICATION DE L'*AVIS 62-202 RELATIF AUX MESURES DE DÉFENSE CONTRE UNE OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT*

1. L'*Avis 62-202 relatif aux mesures de défense contre une offre publique d'achat* est modifié par l'insertion, après l'intitulé « **PARTIE 1 MESURE DE DÉFENSE** », de l'article suivant :

« **1.0 Champ d'application**

Le présent avis ne s'applique pas aux régimes de droits visés par le *Règlement 62-105 sur les régimes de droits des porteurs.* ».

MODIFICATION DE L'*INSTRUCTION GÉNÉRALE 62-203 RELATIVE AUX OFFRES PUBLIQUES D'ACHAT ET DE RACHAT*

1. L'*Instruction générale 62-203 relative aux offres publiques d'achat et de rachat* est modifiée par l'insertion, après l'article 2.9, du suivant:

« **2.10. Avis de changement relatif à un régime de droits**

Pour l'application du paragraphe 1 de l'article 2.18 du règlement et du paragraphe 1 de l'article 95.1 de la Rule de la CVMO, le personnel des ACVM estime que l'adoption d'un régime de droits au sens du *Règlement 62-105 sur les régimes de droits des porteurs* par l'émetteur visé à la suite de la transmission d'une circulaire des administrateurs représente un changement dans l'information contenue dans cette circulaire ou un avis de changement s'y rapportant qui est susceptible d'avoir une incidence sur la décision des porteurs d'accepter ou de rejeter l'offre. ».