

Bulletin Valeurs mobilières, fusions et acquisitions

Juin 2008

Fasken Martineau DuMoulin S.E.N.C.R.L., s.r.l.

Équitable pour qui?

Décision de la cour d'appel du Québec dans l'affaire de l'arrangement proposé concernant BCE Inc.

Le 21 mai 2008, la Cour d'appel du Québec a tranché en faveur d'un groupe de détenteurs de débentures de Bell Canada Inc. (« **Bell Canada** »), filiale en propriété exclusive de BCE Inc. (« **BCE** »), qui avait contesté l'acquisition proposée de BCE au moyen d'un plan d'arrangement par un consortium mené par le Régime de retraite des enseignants de l'Ontario¹. Dans la décision unanime des cinq juges qui ont infirmé une décision antérieure de la Cour supérieure du Québec, le tribunal a jugé que le plan d'arrangement proposé n'était pas « équitable et raisonnable » envers tous les porteurs de titres. Plus particulièrement, le tribunal a conclu que l'arrangement procurerait des avantages importants aux actionnaires de BCE tout en défavorisant nettement les détenteurs de débentures. Le 2 juin 2008, la Cour suprême du Canada a accordé à BCE une autorisation d'appel de la décision. L'appel devrait être entendu le 17 juin 2008.

Si la Cour suprême du Canada confirme la décision de la Cour d'appel du Québec,

la plus importante acquisition par emprunt de l'histoire canadienne devra être restructurée ou sera annulée. La décision a également un certain nombre d'incidences sur les conseils d'administration et leurs conseillers. À cet égard, le tribunal a jugé que le processus suivi par le comité de surveillance stratégique de BCE, dont l'unique fondement était de maximiser la valeur pour les actionnaires (souvent appelé le « devoir Revlon »), tout en respectant les obligations contractuelles de la société et ses filiales, était « fatalement vicié ».

Le tribunal a conclu qu'en tout temps les administrateurs ont des obligations fiduciaires envers la société; à aucun moment, ils n'ont un devoir prépondérant de n'agir que dans l'intérêt des actionnaires. De ce fait, le tribunal a expressément rejeté les principes énoncés dans la cause américaine *Revlon v. MAC Andrew & Orbes Holdings Inc.*² Le tribunal a énoncé ce qui suit : [TRADUCTION] « Au Canada, les administrateurs d'une société ont un devoir plus étendu. Ce devoir inclut dans l'obligation de diligence prescrite par la loi comprend, selon les circonstances de

¹ Fasken Martineau DuMoulin S.E.N.C.R.L., s.r.l. a agi en qualité de coconseillers juridiques pour les détenteurs de débentures.

² 506 A. 2d 173 (Del. Sup. Ct. 1986)

Vancouver

Calgary

Toronto

Ottawa

Montréal

Québec

Londres

Johannesburg

de l'espèce, le fait de tenir compte de l'intérêt de tous les intervenants qui, dans le cas qui nous occupe, comprend les détenteurs de débentures ».

Le présent bulletin analyse certaines des conclusions clés de la décision du tribunal et des incidences possibles de la décision.

Contexte

L'acquisition proposée de BCE tire son origine du processus de vente aux enchères très publicisé mené au cours du printemps et du début de l'été 2007. Les enchères ont résulté en l'achat proposé de BCE par un consortium d'investisseurs dans le cadre d'une opération évaluée à environ 51,7 G\$. L'opération a pris la forme d'une acquisition par emprunt dont Bell Canada garantissait environ 30 G\$ devant être empruntés par le consortium acheteur afin de financer l'acquisition des actions de BCE. En raison de la garantie de Bell Canada, les détenteurs de débentures qui détiennent des débentures totalisant plus de 5 G \$ de capital d'emprunt ont fait valoir que si l'arrangement était conclu, le risque de défaut aux termes des débentures serait alors accru de façon importante et les débentures perdraient leur statut de titres de bonne qualité.

Les débentures de certains détenteurs comportaient des clauses restrictives aux termes desquelles l'approbation des détenteurs aurait été requise si l'arrangement avait constitué une « réorganisation ». Le tribunal a rejeté les arguments de ces détenteurs de débentures selon lesquels de telles clauses restrictives leur procuraient des droits d'approbation eu égard à l'arrangement. Le tribunal a plutôt statué que l'arrangement n'était pas équitable et raisonnable, étant donné la préférence importante accordée à l'intérêt des actionnaires par rapport à celui des détenteurs de débentures et le défaut du conseil de se pencher sur la possibilité que l'intérêt économique des détenteurs de débentures soit atténué. Étant donné ses conclusions relativement au caractère équitable et raisonnable de l'arrangement, le tribunal ne s'est pas penché sur les arguments des détenteurs de débentures qui étaient fondés sur le recours en cas d'abus.

Principes juridiques cités par le tribunal

Pour en arriver à sa conclusion, le tribunal a cité les principes juridiques suivants :

- L'acquisition ayant été structurée comme un plan d'arrangement approuvé par les tribunaux, elle nécessite l'évaluation du tribunal quant à son caractère équitable et raisonnable.
- Appliquant les principes énoncés dans la décision de la Cour suprême du Canada rendue en 2004 dans l'affaire *Magasins à rayons Peoples inc. (Syndic de) c. Wise*³, le tribunal a conclu que [TRADUCTION] « les administrateurs n'ont aucunement un devoir prépondérant d'agir uniquement dans l'intérêt des actionnaires et de ne pas tenir compte des incidences défavorables sur les intérêts des détenteurs de débentures ».
- Tout porteur de titres dont les droits légaux, les attentes raisonnables ou l'intérêt économique sont touchés par un arrangement en vertu de la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* a le droit de le contester, même si aucun droit de vote n'est conféré à ce porteur de titres à l'égard de l'arrangement et même si l'arrangement n'entachait nullement les droits légaux du porteur de titres.
- Les attentes raisonnables des détenteurs de débentures ne se limitent pas aux droits légaux énoncés dans les modalités contractuelles des débentures; toutefois, pour qu'elles demeurent raisonnables, de telles attentes ne peuvent être contraires aux modalités expresses des contrats pertinents. Dans le cadre de l'évaluation du caractère raisonnable des attentes, le tribunal tiendra compte des déclarations publiques faites par une société.

³ [2004] 3 C.S.C. 461.

Conclusion du tribunal concernant le processus décisionnel de BCE

Le tribunal a formulé les conclusions clés suivantes concernant le processus décisionnel du conseil de BCE et de son comité de surveillance stratégique :

- En plus de tenir compte des droits contractuels émanant des actes de fiducie, le conseil de BCE aurait dû tenir compte des intérêts (y compris les attentes raisonnables et l'intérêt économique) des détenteurs de débentures. Même si les débentures elles-mêmes ne comprenaient pas une clause prévoyant que leur statut d'investissement de bonne qualité serait maintenu, les attentes raisonnables des détenteurs de débentures ont été véhiculées, en partie, par diverses déclarations publiques que BCE et Bell Canada ont faites à la communauté financière au cours des années. Dans ces nombreuses déclarations, BCE et Bell Canada ont fait montre d'un engagement à maintenir le statut de bonne qualité des débentures. Le tribunal a également noté que ces déclarations ont rehaussé la capacité de Bell Canada à vendre des créances à long terme sur le marché. Même le propre témoin expert de BCE pour le marché obligataire a confirmé que de telles assurances... constituent des facteurs sur lesquels les détenteurs de débentures se fondent pour prendre leurs décisions de placement.
- Le soumissionnaire choisi a proposé initialement un regroupement ayant une structure fiscale avantageuse qui aurait exigé l'approbation des détenteurs de débentures en raison de certaines clauses restrictives dans les actes de débentures. À la demande pressante de BCE, l'opération entourant l'arrangement a été restructurée au cours des négociations de manière à ce que l'approbation des détenteurs de débentures aux termes des actes ne soit pas nécessaire. À cet égard, le tribunal a jugé que l'arrangement, tel qu'il a été restructuré, ne conférait pas aux

détenteurs de débentures un droit officiel d'approbation.

- Malgré des demandes répétées de la part des détenteurs de débentures afin de rencontrer BCE au cours des enchères, ces demandes ont été refusées et aucune rencontre n'a eu lieu. Le tribunal a cité les conclusions du juge de première instance selon lesquelles le conseil de BCE avait conclu que son devoir prépondérant visait à maximiser la valeur pour les actionnaires tout en ne respectant que les obligations contractuelles rigoureuses de BCE et de ses filiales sans égard aux attentes raisonnables et aux intérêts économiques des détenteurs de débentures.
- Le comité de surveillance stratégique de BCE n'a pas tenu compte des incidences financières défavorables de l'opération éventuelle sur les détenteurs de débentures et n'a effectué aucune analyse détaillée des coûts et des avantages de l'opération en ce qui concerne l'incidence sur les porteurs de titres autre que les actionnaires.
- En ce qui concerne les conclusions du juge de première instance selon lesquelles l'arrangement a eu une incidence défavorable sur les intérêts d'une catégorie de porteurs de titres (les détenteurs de débentures), il appartenait au conseil de BCE de tenir compte des intérêts des détenteurs de débentures en examinant la possibilité d'atténuer la totalité ou une partie des incidences défavorables. Le tribunal a conclu que BCE a fait défaut de s'acquitter de son fardeau de présenter la preuve que l'arrangement, selon la structure qui lui a été donnée, était équitable et raisonnable.

Le tribunal a statué que le conseil de BCE a agi de bonne foi; toutefois, le processus erroné suivi par le conseil a mené le tribunal à conclure que la décision du conseil ne pouvait plus bénéficier de la déférence

autrement accordée en vertu de la règle de l'appréciation commerciale.

Processus décisionnel endossé par la Cour d'appel

Le tribunal précise que lorsqu'un conseil entreprend une analyse du traitement des divers porteurs de titres, les intérêts de ceux-ci n'ont pas nécessairement le même poids. Il revient au conseil de tenir compte du poids et de l'importance relatifs des divers intérêts et il doit faire preuve de son meilleur jugement commercial pour structurer un arrangement qui tient compte des intérêts des divers porteurs de titres et, dans la mesure où cela est raisonnablement possible, qui satisfait de tels intérêts.

Le tribunal a précisé ce qui suit : [TRADUCTION] « entre le fait d'obtenir le prix le plus élevé pour les actionnaires et l'élimination de toutes les incidences défavorables pour les détenteurs de débentures, il peut être possible, grâce à un accommodement ou à un compromis, d'en arriver à une solution équitable et raisonnable, une solution qui soit dans l'intérêt de la société et qui prenne adéquatement en considération les intérêts des actionnaires et des détenteurs de débentures, en tenant compte de toutes les circonstances, notamment du poids relatif de leurs intérêts. »

Incidences éventuelles de la décision de la Cour d'appel

La décision de la Cour d'appel du Québec a un certain nombre d'incidences éventuelles sur les conseils et leurs conseillers.

- Il reste à déterminer si les conclusions du tribunal ne s'appliquent qu'à des arrangements approuvés par les tribunaux, pour lesquels un tribunal doit décider si l'opération est équitable et raisonnable.
- Étant donné la grande diversité d'intervenants, il n'est pas difficile d'imaginer des contestations

soulevées dans l'avenir à l'égard de plans d'arrangement par des groupes touchés autres que des porteurs de titres. Tout conseil d'administration devrait garder à l'esprit que le choix d'un plan d'arrangement plutôt qu'une offre publique d'achat procurerait aux intervenants dissidents une plateforme pour obliger la société à prouver le caractère équitable, tandis que le groupe de personnes qui pourrait présenter des revendications pour cas d'abus pourrait être plus limité et le plaignant porterait le fardeau de la preuve, ainsi que les dépenses grandement supérieures liées au fait d'entamer et de mener des procédures pour cas d'abus.

- Bien que le recours en cas d'abus exige qu'un conseil tienne compte en tout temps du caractère équitable des intérêts des porteurs de titres, la norme en matière de cas d'abus est moins exigeante que la norme en matière d'équité pour les plans d'arrangement. Une norme plus élevée en matière d'équité s'applique à un arrangement étant donné qu'un arrangement nécessite l'approbation d'un tribunal. Une telle approbation permet d'accomplir de manière pratique ce qui ne pourrait l'être aux termes des statuts constitutifs d'une société.
- Dans le cadre de son évaluation des intérêts des divers intervenants dans un plan d'arrangement, le conseil peut demander à ses conseillers financiers d'élargir la portée de leur avis quant au caractère équitable pour tenir compte du caractère équitable, d'un point de vue financier, envers une partie ou la totalité des porteurs de titres visés, en plus des actionnaires. À cet égard, la position de BCE aurait pu être renforcée si le conseil avait obtenu un avis quant au caractère équitable de l'arrangement de la part de ses conseillers financiers, d'un point de vue financier, envers les détenteurs de débentures. On peut aussi demander aux conseillers du conseil de quelle manière l'opération pourrait

être structurée pour atténuer les incidences défavorables sur les intérêts des porteurs de titres et d'autres intervenants. Des points semblables pourraient également s'appliquer si un conseil devait évaluer des offres concurrentes, comme c'est le cas au cours d'un processus de vente aux enchères.

- La décision fait clairement ressortir que les déclarations publiques des hauts dirigeants peuvent légalement être employées pour étayer les revendications des porteurs de titres quant à leurs attentes raisonnables. Les sociétés ouvertes

devraient évaluer leurs déclarations publiques antérieures pour décider si une déclaration devrait être mise à jour, corrigée ou modifiée, particulièrement si une opération pouvant toucher les intérêts de porteurs de titres est envisagée. Les sociétés ouvertes devraient également tenir compte des attentes qui pourraient être établies en raison de toute déclaration publique future

Pour de plus amples détails sur ce bulletin ou pour toute autre question, n'hésitez pas à communiquer avec nous.

Aaron Atkinson

416 865 5492

aatkinson@fasken.com

L'auteur tient à remercier les associés suivants dans le cadre de la préparation de ce bulletin : Jon Levin, Stephen Erlichman, Richard Steinberg et Murray Braithwaite

Coordonnées du Groupe de Pratique: Valeurs mobilières, fusions et acquisitions

Vancouver

Lata Casciano
604 631 4746
lcasciano@fasken.com

Calgary

Greg Powers
403 261 6148
gpowers@fasken.com

Toronto

Richard Steinberg
416 865 5443
rsteinberg@fasken.com

Ottawa

Stephen Whitehead
613.236.3882
swhitehead@fasken.com

Montréal

Peter Villani
514 397 4316
pvillani@fasken.com

London

David Smith
+44 207 917 8510
dsmith@fasken.co.uk

Johannesburg

Al Gourley
+ 27 (11) 685 0804
agourley@fasken.com

Ce bulletin se veut un outil d'information à l'intention de nos clients sur les récents développements en droit provincial, national et international. Les articles présentés ne constituent pas des avis juridiques; aucun lecteur ne devrait agir sur le fondement de ces articles sans avoir consulté auparavant un avocat, qui saura analyser sa situation particulière et lui fournir des conseils appropriés. Fasken Martineau DuMoulin S.E.N.C.R.L., s.r.l. est une société à responsabilité limitée et comprends des sociétés juridiques.

© 2008 Fasken Martineau DuMoulin S.E.N.C.R.L., s.r.l.

Vancouver 604 631 3131 vancouver@fasken.com	Calgary 403 261 5350 calgary@fasken.com	Toronto 416 366 8381 toronto@fasken.com	Ottawa 613 236 3882 ottawa@fasken.com	Montréal 514 397 7400 montreal@fasken.com	Québec 418 640 2000 quebec@fasken.com
Londres 44 (0)20 7917 8500 london@fasken.co.uk	Johannesburg 27 11 685 0800 johannesburg@fasken.com				