



Activisme actionnarial au Canada : cadre juridique

Introduction

L'activisme actionnarial est maintenant fermement ancré dans le paysage commercial du Canada, qui s'est avéré un terrain fertile pour les dissidents. Ce guide donne un bref aperçu des tactiques clés et des considérations juridiques connexes à connaître en ce qui concerne l'activisme des actionnaires au Canada. Nous examinerons d'abord les tactiques auxquelles les activistes peuvent recourir en vertu du droit canadien. Nous nous pencherons ensuite sur les réactions potentielles des cibles et les façons dont les activistes peuvent contrer de telles tactiques défensives. Nous terminerons en présentant d'autres considérations juridiques que les activistes et les cibles doivent garder en tête.

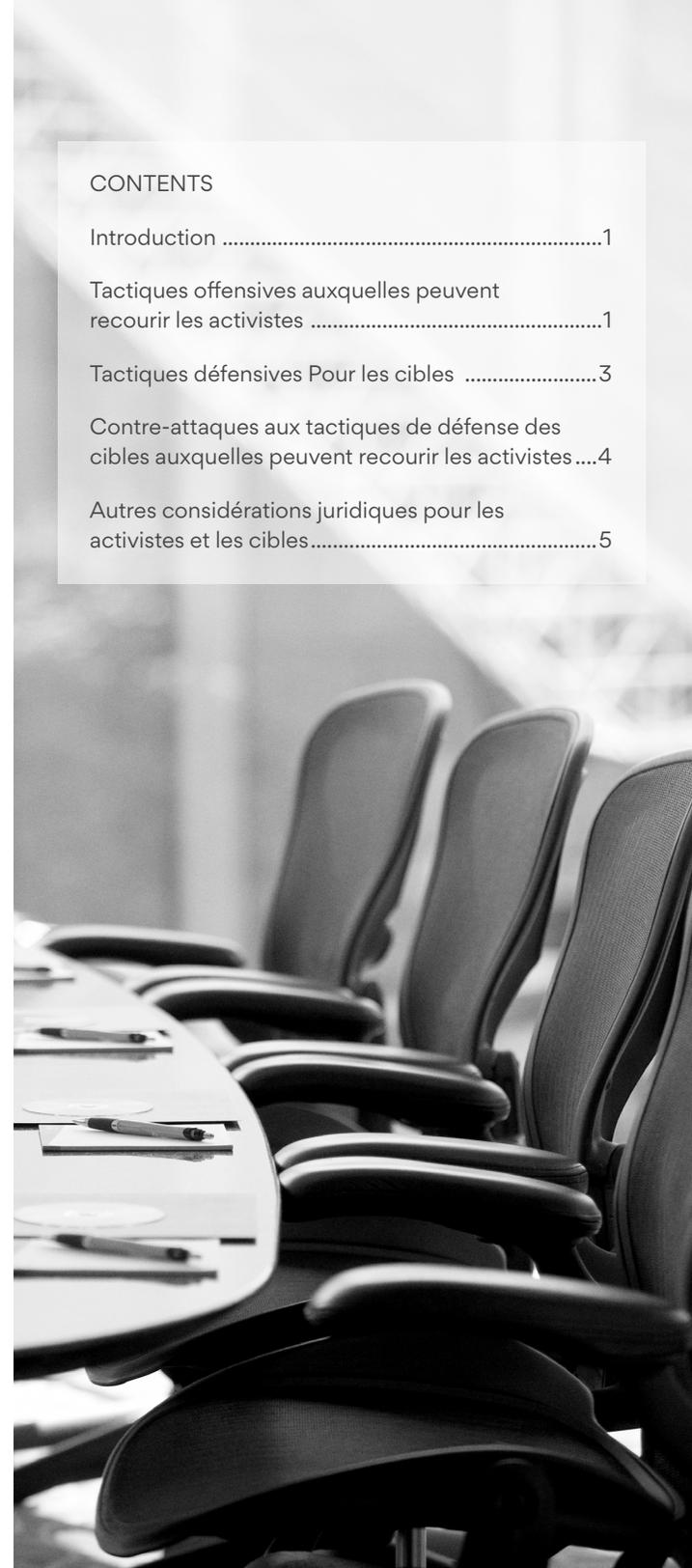
Tactiques offensives auxquelles peuvent recourir les activistes

Souvent qualifiées de « permissives pour les activistes », les lois canadiennes offrent plusieurs possibilités d'attaque pour les campagnes de dissidents.

- **Prise de participation** : Les activistes peuvent acquérir jusqu'à 9,9 % des actions d'une société sans être tenus d'effectuer une déclaration publique. Cependant, dès qu'une participation de 10 % est acquise, un communiqué de presse doit être publié immédiatement et une « déclaration selon le système d'alerte » doit être déposée dans les deux jours ouvrables qui suivent (sauf si l'activiste est un « investisseur institutionnel admissible » qui peut utiliser le régime de déclaration mensuelle). La simple formation d'un groupe (p. ex., un activiste et ses « alliés ») détenant 10 % ou plus des actions ne déclenchera pas l'application de l'obligation de déclaration selon le système d'alerte; toutefois, en l'absence d'une dispense, l'acquisition d'une seule action supplémentaire par un membre du groupe déclenchera l'application de cette obligation. La formation d'un groupe entraînera également une obligation de dépôt d'une déclaration si elle constitue un changement dans un fait important contenu dans une déclaration déposée précédemment. Dans la déclaration selon le système d'alerte, l'activiste sera notamment tenu de divulguer son identité, sa participation et ses intentions d'investissement. Le régime canadien des offres publiques d'achat s'applique lorsqu'un activiste acquiert une participation de 20 % ou plus. De manière significative, il faut notamment présenter une proposition à tous les actionnaires de la cible conformément aux exigences d'intégration préalables à l'offre.

CONTENTS

Introduction	1
Tactiques offensives auxquelles peuvent recourir les activistes	1
Tactiques défensives Pour les cibles	3
Contre-attaques aux tactiques de défense des cibles auxquelles peuvent recourir les activistes	4
Autres considérations juridiques pour les activistes et les cibles	5



- **Propositions d'actionnaires** : Le droit canadien des sociétés laisse place à l'activisme actionnarial notamment au moyen des propositions des actionnaires. Plus précisément, un dissident qui détient aussi peu que 1 % des actions a le droit d'inclure dans la circulaire de sollicitation de procurations d'une cible un paragraphe d'au plus 500 mots pour défendre sa cause. Cela dit, lorsque la proposition porte sur l'élection d'administrateurs, un minimum de 5 % d'actionnariat est requis.
- **Vote majoritaire** : Les campagnes « Votez non » et « Abstenez-vous de voter » sont généralement plus faciles et moins coûteuses à mener que les courses aux procurations, et le Canada ne fait pas exception. Or, le droit canadien applicable au vote majoritaire (soit les règles de la TSX et certaines lois sur les sociétés) facilite également la tenue de ces campagnes, car il exige qu'un administrateur démissionne immédiatement s'il ne reçoit pas la majorité des voix dans le cadre d'une élection sans opposition.
- **Demande de convocation** : Après avoir acquis une participation de 5 %, un activiste a le droit de demander la tenue d'une assemblée des actionnaires. La simple existence de ce droit constitue un important levier d'influence. L'avis de demande doit donner suffisamment de renseignements sur les points inscrits à l'ordre du jour de la future assemblée. De plus, compte tenu de la jurisprudence favorable aux cibles, l'exercice de ce droit nécessite une planification minutieuse et le respect des exigences techniques.
- **Livres blancs** : De nombreux activistes trouvent avantageux de produire un « livre blanc » avant de lancer leur campagne. Les livres blancs reposent sur des renseignements publics sur la cible qui doivent être divulgués conformément aux lois sur les valeurs mobilières applicables. Ils présentent souvent

des arguments en faveur du changement à l'appui du programme de l'activiste et peuvent être essentiels pour obtenir le soutien d'autres actionnaires et/ou d'agences de conseil en vote. Ils peuvent également être très utiles dans le cadre de discussions privées avec la direction (en plus d'être utiles si une course aux procurations a lieu).

- **Sollicitation discrète** : Dans la plupart des provinces et territoires, les dispenses permettent aux activistes de solliciter des procurations auprès d'un maximum de 15 actionnaires sans envoyer par la poste une circulaire de sollicitation de procurations de dissident, ce qui permet un certain degré de furtivité puisqu'il n'est pas rare qu'un petit nombre d'investisseurs institutionnels détiennent d'importants blocs d'actions d'émetteurs publics canadiens. Cela dit, comme nous le verrons plus loin, les lois complexes concernant les « alliés », les « transactions d'initiés » et la « communication d'information privilégiée », auxquelles les investisseurs institutionnels sont habituellement très sensibles, doivent être soigneusement étudiées.
- **Diffusion publique** : Au lieu d'envoyer une circulaire de sollicitation de procurations de dissident par la poste, il est possible de procéder par diffusion publique, ce qui peut se faire au moyen d'un communiqué de presse, d'une annonce ou d'un autre avis généralement accessible au public. L'activiste peut ainsi éviter le temps et les coûts associés à une circulaire (bien que certains renseignements devant figurer dans une circulaire doivent tout de même être inclus dans le message diffusé) et déclencher la campagne comme il l'entend, notamment en contrôlant le récit entourant le début de la campagne. Toutefois, un activiste doit garder à l'esprit que le recours à l'exemption relative à la diffusion publique ne lui donne pas par la suite

le droit de participer à des réunions privées avec les actionnaires.

- **Circulaire de sollicitation de procurations de dissident** : Si un activiste souhaite aller au-delà de la sollicitation discrète et/ou de la diffusion publique, l'option de l'envoi par la poste d'une circulaire de sollicitation de procurations de dissident est facilitée par le fait que chaque actionnaire a droit à la liste de tous les autres actionnaires inscrits. Une telle demande alertera toutefois la cible de l'intention de l'activiste, si cela n'est pas déjà fait. Souvent, mais pas toujours, un activiste attendra que la circulaire de la cible soit envoyée avant de poster la sienne. Il pourra alors en contester ou en critiquer certains aspects dans sa circulaire. Dans certains cas, des activistes préparent des circulaires dissidentes « préventives » qui sont remises aux actionnaires avant la date de référence afin de faciliter les assemblées de manière à aller plus loin que ce qui serait permis en vertu de la dispense pour sollicitation discrète.
- **Soutien de conseillers en vote** : Les agences de conseil en vote peuvent avoir une influence cruciale sur le vote des actionnaires, car les investisseurs institutionnels suivent souvent leurs recommandations. Il n'est pas rare que les actionnaires individuels en fassent de même. Pour obtenir l'appui des conseillers en vote, il faut présenter des arguments solides en faveur du changement et, au besoin, leur communiquer efficacement un plan d'affaires réfléchi et convaincant.

Tactiques défensives Pour les cibles

Les cibles peuvent avoir recours à des mesures défensives structurelles ainsi qu'à d'autres tactiques pour se défendre contre l'attaque d'un activiste.

- Règlements relatifs aux préavis : Au cours de la dernière décennie, des campagnes d'activisme très médiatisées ont incité la plupart des sociétés ouvertes à adopter des règlements administratifs ou intérieurs relatifs aux préavis. Ces règlements exigent habituellement : 1) un préavis d'au moins 30 jours pour la mise en candidature par un activiste; 2) la communication de l'identité, de l'âge et du lieu de résidence des candidats; et 3) des détails sur toute entente entre les candidats et l'activiste. L'activiste doit aussi habituellement fournir certains renseignements : 1) les autres participations économiques ou avec droit de vote, y compris les instruments dérivés; et 2) les procurations obtenues et toute autre capacité d'exercer les droits de vote rattachés aux actions.
- Régimes de droits des actionnaires : De nombreux émetteurs canadiens ont adopté des régimes de droits des actionnaires. Bien que l'utilité de ces régimes dans le contexte d'offres hostiles ait diminué de façon marquée avec la refonte du régime canadien des offres publiques d'achat en 2016, ils continuent d'empêcher la possibilité de se prévaloir de deux importantes dispenses des règles relatives aux offres publiques d'achat, soit la dispense pour « contrats de gré à gré » et la dispense pour « achats dans le cours normal des activités ». De plus, certaines sociétés ont adopté des « pilules de vote » (voting pill en anglais) qui élargissent les circonstances dans lesquelles l'application du régime de droit des actionnaires est déclenchée en tenant compte de l'activité de sollicitation

de procurations et des conventions de vote conjoint des actionnaires, ce qui nuit aux efforts des actionnaires d'utiliser leur droit de vote collectif pour contrôler l'émetteur.

- Opposition aux demandes de convocation d'assemblée : Plusieurs tribunaux ont interprété les lois canadiennes sur les sociétés de façon restrictive et technique pour contrecarrer les demandes de convocation présentées par les activistes. Pour cette raison, il est courant de voir des tentatives de la part des cibles visant à invalider les demandes. D'autres tribunaux ont fait preuve d'une grande déférence à l'égard des conseils en ce qui concerne le moment de convocation des assemblées. En fin de compte, de nombreux conseils ont été autorisés à reporter une assemblée demandée jusqu'à la prochaine assemblée générale annuelle prévue de la société. Dans un cas, le report a été de plus de 150 jours. Cela dit, la jurisprudence récente met en évidence l'importance du processus adopté par le conseil pour répondre à une demande de convocation d'assemblée : le conseil doit évaluer sérieusement la demande en prenant en considération les circonstances particulières. Sinon, un tribunal pourrait conclure que les délibérations du conseil ne méritent pas sa déférence.
- Plaintes déposées auprès des autorités en valeurs mobilières : Une autre réaction courante des cibles à une campagne de dissidents est d'alléguer le non-respect par l'activiste des lois sur les valeurs mobilières, notamment en alléguant : 1) le non-respect des obligations d'information relatives à la détention d'actions; 2) le non-respect des interdictions de transactions d'initiés ou de communication d'information privilégiée; 3) l'atteinte du seuil par suite de l'addition des actions des présumés « alliés »; 4) le non-respect des règles de sollicitation de

procurations; et/ou 5) des inexactitudes importantes dans les documents publics.

- Placements privés tactiques et rachats d'actions : Plusieurs sociétés ont tenté de faire des placements privés tactiques dans le cadre de courses aux procurations, ce qui a entraîné des résultats mitigés devant les autorités. À l'inverse, des sociétés ont effectué des distributions en espèces ou d'importants éléments d'actif autres que des espèces auprès d'actionnaires au moyen d'offres publiques de rachat, de dividendes exceptionnels ou de scissions. Dans un cas comme dans l'autre, il est important que la cible soit en mesure de démontrer qu'elle avait un motif commercial valable pour l'opération.



Contre-attaques aux tactiques de défense des cibles auxquelles peuvent recourir les activistes

Le droit canadien comprend de nombreuses contre-attaques potentielles que les activistes peuvent employer face aux tactiques défensives des cibles mentionnées ci-dessus.

- Contestation des règlements relatifs aux préavis : Des activistes ont réussi à contester l'invocation de règlements administratifs ou intérieurs relatifs aux préavis par une cible dans le cadre de courses aux procurations. À cette fin, les tribunaux ont estimé que ces règlements doivent fonctionner comme un [traduction] « bouclier » pour se protéger contre les « embuscades » et non comme une « épée » destinée à exclure les candidatures présentées dans un délai raisonnable ou à gagner du temps pour tenter de contrecarrer une campagne de dissidents. De même, les tribunaux ont statué que toute ambiguïté dans la rédaction des règlements relatifs aux préavis devrait être résolue en faveur des droits de vote des actionnaires.
- Contestation des régimes de droits des actionnaires : Il y a eu plusieurs instances de cessation exigée par les autorités de réglementation concernant les régimes de droits des actionnaires employés par les cibles. Un principe clé invoqué par les autorités de réglementation et les tribunaux pour justifier cette cessation est la protection de la possibilité pour les actionnaires d'exercer leurs droits. Les autorités de réglementation ont également indiqué que les régimes de droits des actionnaires ne devraient généralement pas être utilisés pour qu'un actionnaire soit réputé être propriétaire véritable d'actions assujetties à une convention de blocage [traduction] « dans des circonstances où il ne serait pas réputé être un allié en vertu des règles applicables ». De plus,

les conseillers en vote ont clairement indiqué qu'ils recommanderaient généralement de voter contre l'approbation des pilules de vote. On s'attend à ce que les autorités en valeurs mobilières interviennent pour interdire les pilules de vote par souci d'intérêt public parce qu'elles pourraient porter atteinte aux droits des actionnaires.

- Assemblée convoquée par les actionnaires : Lorsqu'un activiste titulaire de 5 % des actions demande la tenue d'une assemblée, le conseil de la cible doit convoquer l'assemblée dans les 21 jours suivant la réception de la demande. Si le conseil de la cible refuse de convoquer l'assemblée ou choisit une date qui donnerait lieu à un délai « déraisonnable », l'activiste peut demander à un tribunal de lui imposer une date antérieure. De plus, si le conseil ne convoque pas l'assemblée dans les 21 jours suivant la demande, l'activiste peut le faire directement. Dans de telles circonstances, l'activiste aura également le droit de se faire rembourser les frais raisonnables encourus pour la convocation et la tenue de l'assemblée.
- Invalidation d'un placement privé : De nombreux actionnaires dissidents se sont opposés avec succès à des placements privés tactiques devant les autorités en valeurs mobilières. Dans un cas, une émission de titres comportant droit de vote ayant eu lieu après que le dissident eut demandé la tenue d'une assemblée des actionnaires a donné lieu à l'engagement, auprès de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (CVMO), par l'émetteur de dénouer le placement privé si la demande de l'activiste auprès de la CVMO était accueillie. Dans un autre cas, l'approbation conditionnelle par la TSX de l'émission de titres de participation pour des titres d'emprunt existants a été mise de côté en attendant une assemblée des actionnaires visant à ratifier l'émission ou à demander au conseil de l'annuler.

- Recours en cas d'abus : La demande en cas d'abus est une arme puissante et polyvalente dans l'arsenal d'un activiste au Canada. Prévue par la loi, cette demande protège contre la conduite d'une société ou d'un administrateur qui cause un préjudice injuste à un ou plusieurs actionnaires. De plus, les recours possibles comprennent la restriction de la conduite abusive, l'annulation d'une opération ou même la destitution ou le remplacement d'administrateurs. Par exemple, des demandes en cas d'abus ont été déposées dans le but : 1) de nommer un président indépendant pour une assemblée des actionnaires; 2) de limiter les actes commerciaux qu'une cible peut poser avant l'assemblée; et 3) de contraindre une cible à communiquer des renseignements supplémentaires.



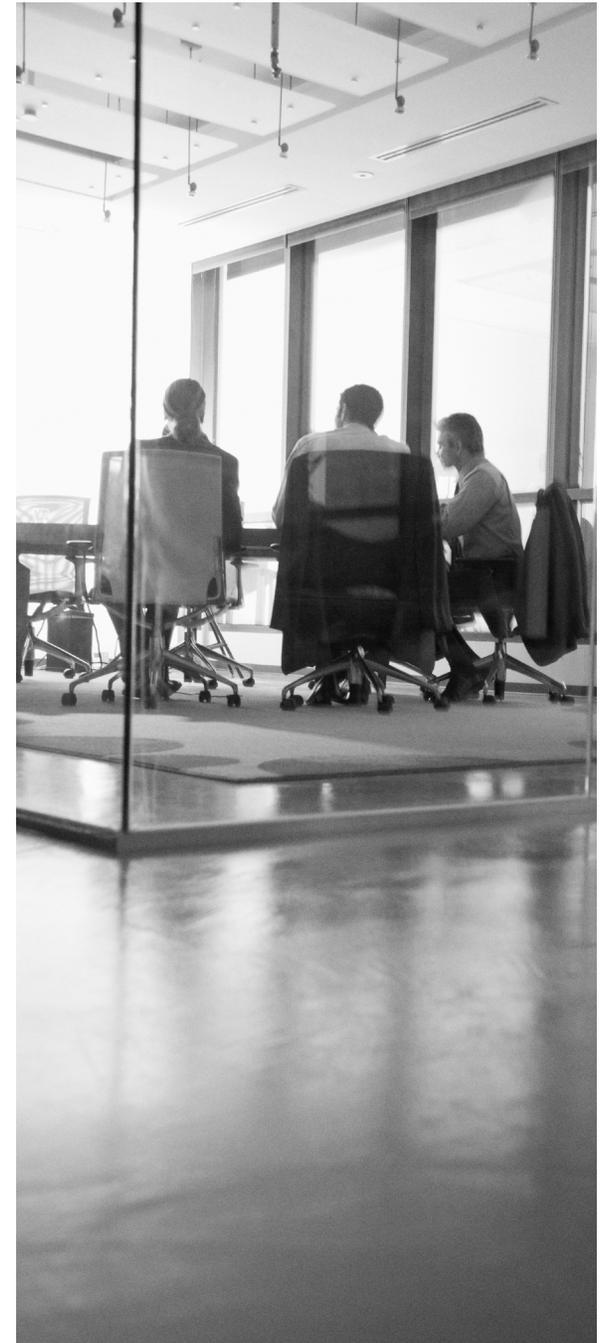
Autres considérations juridiques pour les activistes et les cibles

Voici d'autres considérations juridiques pertinentes pour les activistes et les cibles :

- **Information continue** : Lorsqu'il atteint une participation de 10 %, un activiste assume des obligations d'information continue. L'information doit être communiquée dans les situations suivantes : 1) chaque fois que l'activiste acquiert ou cède 2 % ou plus des titres visés; 2) lorsque l'activiste tombe sous le seuil de 10 %; et/ou 3) s'il se produit un changement important dans un fait contenu dans une déclaration déposée précédemment.
- **Transactions d'initiés, communication d'information privilégiée et « alliés »** :
 - **Transactions d'initiés** : Il est interdit de négocier en ayant connaissance d'information non publique importante. Cette information peut comprendre l'information qu'un activiste apprend lors de discussions privées avec une cible. Toutefois, le fait qu'un activiste envisage de faire campagne pour remplacer les administrateurs de la société cible n'empêche généralement pas l'activiste d'acquiescer des actions de la société cible.
 - **Communication d'information privilégiée (« tuyautage »)** : Un activiste ne peut pas divulguer à qui que ce soit l'information non publique importante qu'il a apprise auprès de la cible. Il n'est généralement pas interdit de communiquer à d'autres personnes l'intention de mener une course aux procurations. Toutefois, il faut faire preuve de prudence si l'activiste détient 10 % ou plus des actions de la cible, car il serait alors considéré comme ayant des « rapports particuliers » avec la cible.
- **« Alliés »** : Si un activiste a conclu une convention ou une entente avec une ou plusieurs autres personnes, ou a pris des engagements à l'égard de ces personnes, et a l'intention d'exercer ses droits de vote de concert avec ces autres personnes, l'activiste et ces personnes sont présumés être des « alliés ». Si la convention, l'engagement ou l'entente porte sur l'acquisition d'actions de la société cible, l'activiste et ces personnes sont réputés être des « alliés ». Fait important, les participations des « alliés » sont regroupées aux fins des seuils de 10 % et de 20 % mentionnés ci-dessus.
- **Instruments dérivés** : À l'heure actuelle, les swaps ne sont généralement pas pris en compte pour déterminer si les seuils de 10 % ou de 20 % ont été atteints. Toutefois, ils peuvent l'être si l'activiste a un droit légal de contrôler ou de diriger l'exercice des droits de vote rattachés aux actions ayant fait l'objet d'un swap ou un droit contractuel d'influencer les décisions de vote relatives à ces actions. De plus, les autorités de réglementation ont jugé qu'une communication inadéquate d'information sur les swaps détenus – par exemple dans le contexte d'une offre publique d'achat – constituait un manquement aux lois sur les valeurs mobilières, voire une conduite « abusive ». Dans la mesure où une déclaration selon le système d'alerte est exigée, la communication d'information est exigée à l'égard des « instruments financiers liés », qui sont des conventions, des arrangements ou des ententes ayant une incidence sur l'intérêt financier ou l'exposition auprès de l'émetteur.



- Frais de courtier démarcheur : Bien que les frais de courtier démarcheur ne soient techniquement pas illégaux au Canada, cette pratique n'est pas sans risque. Un tel arrangement doit être compris dans la circulaire de sollicitation de procurations d'un dissident et/ou de la cible. D'importantes conséquences sur la réputation peuvent également s'ensuivre, comme l'illustrent les batailles de procurations antérieures très médiatisées et une certaine défaveur du marché à l'égard de ces stratégies. Des règlements connexes entrent également en jeu, notamment ceux de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (l'OCRCVM).
- Protocoles d'entente : Les activistes peuvent tenter de persuader une cible de conclure un protocole d'entente établissant le déroulement de l'assemblée, y compris la capacité d'examiner les procurations et la procédure d'acceptation des procurations. Toutefois, en réalité, comme la cible n'a aucune obligation légale d'adhérer à un protocole d'entente, ces tentatives sont souvent repoussées. La cible n'est pas non plus tenue de divulguer les résultats du vote avant leur annonce à une assemblée.
- Président indépendant : On ne s'attend pas à ce que les tribunaux canadiens acceptent la nomination d'un président indépendant en raison d'un conflit d'intérêts allégué découlant simplement du fait que le président présente sa candidature pour réélection. Lorsque les activistes réussissent à obtenir la nomination d'un président indépendant, c'est généralement en raison d'un conflit plus grand ou d'une preuve de partialité indiquant qu'un président indépendant est nécessaire pour assurer l'équité.
- Ententes de règlement : Les cibles sont souvent conscientes que la défense dans le cadre d'une course aux procurations exige beaucoup de temps et de ressources et qu'elle perturbera la réalisation des objectifs d'affaires par la direction. Ainsi, il n'est pas rare que des occasions de parvenir à un règlement se présentent, parfois même avant que la campagne des activistes ne devienne publique. Cependant, il est possible que ces occasions surviennent plus tard dans le processus et se présentent lorsque l'issue de la course aux procurations se dessine plus clairement. Il est courant que les ententes de règlement au Canada incluent des droits de nomination au conseil, la représentation au comité et le remboursement des dépenses. En échange, les activistes acceptent souvent des dispositions de statu quo qui les empêchent d'acquiescer des participations supplémentaires dans la cible ou de prendre des mesures pour destituer des administrateurs pendant une période déterminée.



Personnes-ressources



Bradley A. Freelan
Associé | Toronto
+1 416 865 4423
bfreelan@fasken.com



Sarah Gingrich
Associée | Calgary
+1 587 233 4103
sgingrich@fasken.com



Neil Kravitz
Associé | Montréal
+1 514 397 7551
nkravitz@fasken.com



Brad Moore
Associé | Toronto
+1 416 865 4550
bmoore@fasken.com



Shanlee von Vegesack, CFA
Associée | Vancouver
+1 604 631 4952
svegesack@fasken.com



Tracey M. Cohen, KC
Associée | Vancouver
+1 604 631 3149
tcohen@fasken.com



Brandon Farber
Associé | Montréal
+1 514 397 5179
bfarber@fasken.com



Paul Blyschak
Conseil | Calgary
+1 403 261 9465
pblyschak@fasken.com



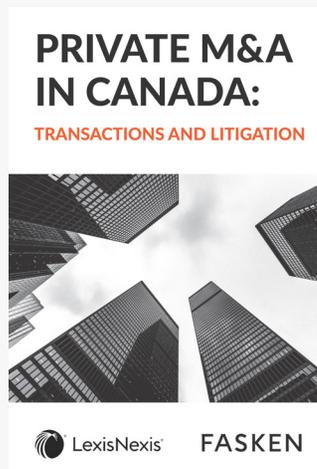
Nazish Mirza
Avocat | Toronto
+1 416 865 4553
nmirza@fasken.com



« Cabinet d'avocats
de l'année en droit
des sociétés »

Avertissement : La présente publication constitue simplement un survol sélectif du cadre juridique régissant l'activisme actionnarial au Canada et, par le fait même, ne traite pas de toutes les questions juridiques potentiellement pertinentes. L'information et les opinions y figurant ne sont fournies qu'à titre de renseignements généraux et ne constituent d'aucune façon des conseils professionnels d'ordre juridique ou autre. Le contenu de la présente publication ne saurait se substituer à des conseils juridiques précis fournis, dans le cadre d'une relation avocat-client établie, en toute connaissance de la situation particulière du client. Le lecteur qui utilise le contenu présenté dans cette publication le fait à ses propres risques.

Autres guides de Fasken dans les domaines des marchés des capitaux et des F&A



Pour connaître les autres réflexions de Fasken sur les fusions et acquisitions et la gouvernance d'entreprise, visitez notre [Centre du savoir – Marchés des capitaux et Fusions et acquisitions.](#)

FASKEN
Traçons l'avenir

fasken.com/fr

Situé à l'intersection de l'excellence et de l'expertise, Fasken est un cabinet d'avocats de premier plan comptant plus de 950 avocats et avocates à l'échelle mondiale. Nous nous engageons auprès de nos clients à façonner l'avenir qu'ils imaginent, précisément au moment où cela compte le plus.

Pour plus de renseignements, visitez fasken.com.



VANCOUVER	550 Burrard Street, Suite 2900	+1 604 631 3131	vancouver@fasken.com
SURREY	13401 - 108th Avenue, Suite 1800	+1 604 631 3131	surrey@fasken.com
TSUUT'INA	11501 Buffalo Run Boulevard, Suite 211	+1 587 233 4113	tsuutina@fasken.com
CALGARY	350 7th Avenue SW, Suite 3400	+1 403 261 5350	calgary@fasken.com
TORONTO	333 Bay Street, Suite 2400	+1 416 366 8381	toronto@fasken.com
OTTAWA	55 rue Metcalfe, bureau 1300	+1 613 236 3882	ottawa@fasken.com
MONTRÉAL	800, rue du Square-Victoria, bureau 3500	+1 514 397 7400	montreal@fasken.com
QUÉBEC	365, rue Abraham-Martin, bureau 600	+1 418 640 2000	quebec@fasken.com
LONDRES	6th Floor, 100 Liverpool Street	+44 20 7917 8500	london@fasken.com
JOHANNESBURG	Inanda Greens, 54 Wierda Road West, Sandton 2196	+27 11 586 6000	johannesburg@fasken.com

FASKEN
Traçons l'avenir

fasken.com/fr