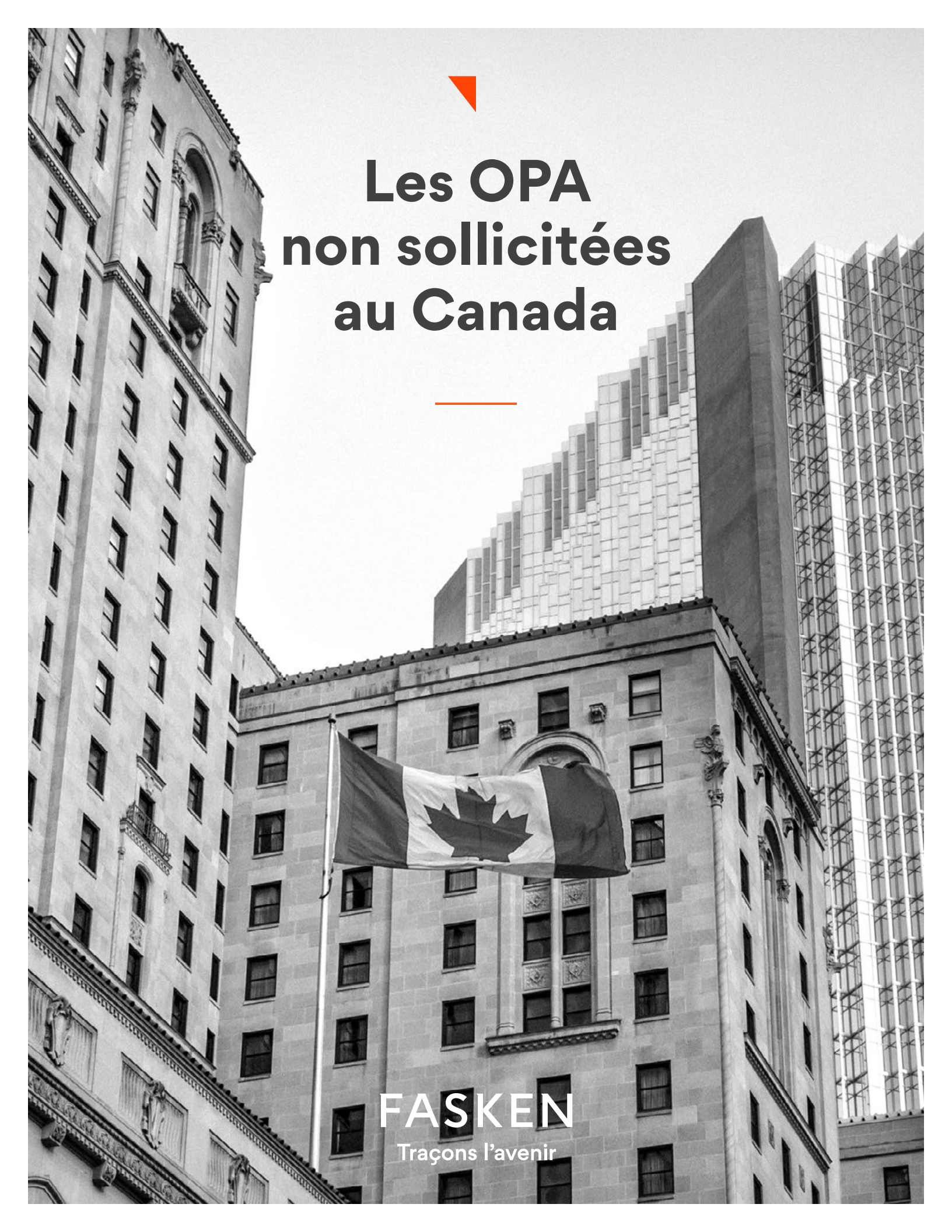


A black and white photograph of a city street scene. In the foreground, a Canadian flag flies on a tall pole. Behind it are several tall buildings. On the left is a classical-style building with many windows. In the center is a building with a large arched window. On the right is a modern building with a glass facade. The sky is visible at the top.

Les OPA non sollicitées au Canada

FASKEN
Traçons l'avenir

1. Table des matières

1. Introduction	3
2. Considérations préalables à une OPA	5
3. Processus applicable aux OPA et délais	8
4. Circulaire des administrateurs de la société visée et obligations des administrateurs	12
5. Mesures de défense possibles de la société visée	14
6. Comparaison entre les OPA non sollicitées au Canada et aux États-Unis	18
7. Principales considérations stratégiques	19
8. Calendrier indicatif.....	21
Personnes-ressources de Fasken.....	22



1. Introduction

Les offres publiques d'achat (OPA) sont l'une des deux principales façons permettant de réaliser une opération de prise de contrôle au Canada. La grande majorité des acquisitions amicales sont réalisées au moyen d'un plan d'arrangement prévu par la loi et mis en œuvre conformément à une entente négociée¹. On peut recourir à une OPA dans le cadre d'une entente amicale, mais ce type d'offre survient généralement lorsqu'un soumissionnaire (ou initiateur) adopte une approche non sollicitée auprès d'une société visée (ou cible) sans parvenir à obtenir l'appui du conseil d'administration de cette dernière à l'égard d'une opération négociée².

Le présent guide traite de ce dernier scénario et cherche à éclairer tant les soumissionnaires que les sociétés visées dans le contexte d'une OPA non sollicitée. Nous y examinons les enjeux juridiques que nous jugeons les plus déterminants dans le cadre du lancement d'une offre non sollicitée ou de la réponse à une telle offre au Canada ainsi que les principales considérations pratiques et stratégiques qui en découlent. Notre analyse ne se veut pas exhaustive. Ainsi, nous vous recommandons de consulter des conseillers juridiques et financiers spécialisés dès les premières étapes de la planification d'une OPA ou de la réponse à une telle offre. Ce guide reflète l'état du droit et des pratiques au Canada en date de mai 2026.

¹ Pour une comparaison des avantages et des inconvénients d'un plan d'arrangement négocié par rapport à une OPA non sollicitée, voir la partie 7 : Principales considérations stratégiques. Pour de plus amples renseignements sur les plans d'arrangement, voir le [Guide sur les fusions et acquisitions de sociétés ouvertes canadiennes](#) de Fasken. Il est aussi techniquement possible d'acquérir un émetteur à capital ouvert canadien au moyen d'une fusion négociée. Cette approche demeure toutefois très rarement utilisée en pratique pour diverses raisons.

² Un soumissionnaire peut présenter une offre hostile sans avoir mené de négociations préalables avec la société visée, notamment lorsqu'il estime tirer un avantage stratégique d'une telle « approche surprise ». Cette stratégie est toutefois relativement peu fréquente en pratique.

Seuil d'application du régime des OPA :

Le régime canadien des OPA s'applique à toute offre visant l'acquisition de titres de participation ou de titres *en circulation* d'un émetteur assujéti canadien présentée à des porteurs de titres situés au Canada. Il s'applique lorsque les titres visés par l'offre, additionnés à ceux déjà détenus par le soumissionnaire, représentent au moins 20 % des titres en circulation de cette catégorie (sur une base partiellement diluée)³.

Principes généraux : Dans le contexte des OPA, le droit canadien des valeurs mobilières vise avant tout à protéger les actionnaires de la société visée. L'objectif est d'assurer un cadre réglementaire prévisible et équilibré, qui ne favorise ni le soumissionnaire ni la société visée et qui permet aux actionnaires de décider, en toute connaissance de cause et sans pression induite, s'ils souhaitent ou non déposer leurs titres en réponse à l'offre.

Droit applicable : Au Canada, les OPA sont régies à la fois par le droit des sociétés applicable dans le territoire de constitution de la société visée et par les lois sur les valeurs mobilières des provinces ou territoires où se trouvent ses actionnaires. Les règles encadrant les OPA sont harmonisées dans les provinces et territoires au moyen du *Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat*.

Réforme de 2016 du régime canadien des OPA :

Trois changements majeurs ont été apportés au régime canadien des OPA en 2016, à savoir : 1) l'établissement d'une période d'OPA minimale de 105 jours; 2) l'imposition d'une condition de dépôt minimal de 50 %; et 3) l'obligation de prévoir une prolongation de 10 jours⁴. Comme nous le verrons plus loin, ces modifications ont profondément transformé la dynamique des OPA ainsi que les considérations stratégiques auxquelles font face les soumissionnaires et les sociétés visées.

³ Aux fins du calcul du seuil de 20 %, sont pris en compte : 1) les titres dont le soumissionnaire est le propriétaire véritable ou sur lesquels il a le contrôle; 2) les titres qu'il peut acquérir dans les 60 jours par l'exercice d'options, de bons de souscription ou de titres convertibles; et 3) les titres détenus par toute personne agissant « de concert » avec lui.

⁴ Voir la partie 3 : Processus applicable aux OPA et délais.





2. Considérations préalables à une OPA

(a) Accords de confidentialité et clauses de statu quo

Une offre non sollicitée est souvent précédée de discussions entre le soumissionnaire et la société visée. Ces échanges peuvent aller de discussions exploratoires portant sur une éventuelle opération stratégique à des discussions plus courantes entre entreprises œuvrant dans des secteurs connexes.

Lorsque les parties ont conclu des contrats contraignants, certaines clauses peuvent s'avérer déterminantes dans le contexte d'une offre non sollicitée subséquente. Sont notamment visées les clauses de statu quo consenties par le soumissionnaire, lesquelles figurent généralement dans les accords de confidentialité conclus entre les parties. Même en l'absence d'une telle clause, les restrictions d'utilisation prévues dans les accords de confidentialité peuvent être invoquées par la société visée. Cette dernière peut notamment chercher à empêcher une offre non sollicitée lorsque le soumissionnaire a utilisé des renseignements confidentiels dans le cadre de son offre.

(b) Participation à échelle réduite et système d'alerte

Le système d'alerte canadien constitue un élément central à considérer dès les premières étapes de toute OPA éventuelle⁵. Un acquéreur potentiel peut constituer une participation à échelle réduite allant jusqu'à 9,9 % des actions d'une société sans avoir à effectuer de déclaration publique. Cependant, dès qu'une participation de 10 % est atteinte⁶, un communiqué doit être publié avant l'ouverture des marchés le jour ouvrable suivant, et une déclaration doit être déposée selon le système d'alerte dans les deux jours ouvrables qui suivent. Cette déclaration doit notamment indiquer la participation détenue par l'acquéreur potentiel ainsi que ses intentions, y compris toute intention de lancer une OPA. Ce dernier doit ensuite s'abstenir d'acheter d'autres titres de la société visée jusqu'à l'expiration d'un délai d'un jour ouvrable suivant le dépôt de la déclaration.

⁵ Aux fins des seuils de participation mentionnés à la partie 2 (b) (p. ex. les seuils de 9,9 % et de 19,9 %), les titres détenus par le soumissionnaire comprennent les mêmes participations véritables et autres droits sur titres que ceux décrits à la note de bas de page 3.

⁶ Lorsqu'une OPA officielle d'un autre soumissionnaire est déjà en cours, le seuil de déclaration selon le système d'alerte est abaissé de 10 % à 5 %.

L'acquéreur potentiel est assujéti à des obligations d'information continue une fois le seuil de 10 % franchi. L'information doit être communiquée dans les situations suivantes : 1) chaque fois que l'acquéreur potentiel acquiert ou cède 2 % ou plus des titres de la société visée; 2) lorsque sa participation descend sous le seuil de 10 %, s'il y a lieu; et/ou 3) lorsqu'un changement survient à l'égard d'un fait important divulgué dans sa déclaration la plus récente. Par exemple, si l'acquéreur potentiel n'avait pas initialement indiqué son intention de présenter une OPA, mais qu'il décide par la suite de le faire, ce changement d'intention devra être déclaré à titre de changement important.

Le système d'alerte permet à un acquéreur potentiel d'acquérir jusqu'à 19,9 % des titres de la société visée. Toutefois, s'il souhaite porter sa participation à 20 % ou plus, l'acquéreur potentiel devra se conformer au régime canadien des OPA⁷. La prise de participation doit également tenir compte des règles d'intégration applicables avant l'offre⁸.

(c) Alliés

Les participations détenues par des personnes agissant « de concert » avec un acquéreur potentiel sont additionnées à celles de ce dernier aux fins du seuil de 10 % applicable au système d'alerte et du seuil de 20 % applicable aux OPA. La question de savoir si plusieurs personnes sont des alliés demeure essentiellement une question de fait. Toutefois, une personne sera *réputée* agir de concert avec le soumissionnaire lorsqu'elle *acquiert ou offre d'acquérir*, en vertu d'une entente conclue avec celui-ci, des titres de la même catégorie que ceux visés par l'offre. Une personne sera *présumée* agir de concert avec le soumissionnaire lorsqu'elle *entend exercer les droits de vote* rattachés aux titres de la société visée conformément à une entente conclue avec celui-ci⁹.

Il a été établi que le fait d'agir de concert constitue un critère « relativement élevé » et qu'il faut trouver l'équilibre entre l'avantage de la communication des blocs d'actionnaires et l'avantage de permettre la « libre circulation

de l'information » entre les actionnaires d'une société ouverte. Il a également été établi que pour devenir des « alliés », il faut généralement travailler activement ensemble pour atteindre un objectif commun précis, et non pas avoir simplement les mêmes intérêts. Cette question doit néanmoins être examinée avec beaucoup de prudence dans le contexte d'une OPA éventuelle. En effet, si l'acquisition de titres par un membre d'un groupe d'alliés a pour effet de faire franchir collectivement au groupe le seuil de 20 %, tous les membres du groupe devront procéder au moyen d'une OPA officielle, même si chacun d'eux détient individuellement moins de 20 % des titres visés¹⁰. Une attention particulière devrait également être portée aux modalités de toute convention de dépôt conclue entre le soumissionnaire et d'autres actionnaires de la société visée.

(d) Conventions de dépôt

Les soumissionnaires d'OPA cherchent souvent à conclure une ou plusieurs conventions de dépôt avec d'autres actionnaires de la société visée¹¹. Ces conventions peuvent être « irrévocables » ou « révocables ». Dans le premier cas, l'actionnaire s'engage irrévocablement à déposer ses titres en réponse à l'offre. Dans le second, l'actionnaire peut retirer son engagement si une offre concurrente supérieure est présentée.

Une convention de dépôt comportant des modalités usuelles ne suffira généralement pas à faire des parties des alliés¹². Il faudra habituellement davantage, comme une participation active de l'autre actionnaire à la planification et à la mise en œuvre de l'OPA, ou encore l'octroi à cet actionnaire d'un avantage accessoire qui n'est pas offert à l'ensemble des actionnaires de la société visée dans le cadre de l'offre¹³.

Les titres déposés aux termes d'une convention de dépôt peuvent généralement être pris en compte afin de déterminer si certains seuils applicables ont été atteints. Cela comprend notamment la condition de dépôt minimal de 50 % ainsi que les seuils requis pour procéder à une opération forcée subséquente d'acquisition ou d'éviction¹⁴.

7 Les instruments dérivés peuvent être pris en compte dans le calcul des seuils prévus par le système d'alerte et/ou le régime des OPA lorsque le soumissionnaire a le droit d'exercer ou d'influencer les droits de vote rattachés aux actions visées par le swap.

8 Voir la partie 2 (g) Règles d'intégration applicables avant l'offre.

9 Les alliés comprendront également les sociétés du même groupe et les associés du soumissionnaire.

10 Voir également la partie 2 (d) Conventions de dépôt.

11 Les conventions de dépôt conclues entre un soumissionnaire et un actionnaire de la société visée doivent être déposées auprès des autorités en valeurs mobilières et seront rendues publiques.

12 Voir également la partie 2 (c) Alliés.

13 Voir *Aurora Cannabis Inc. (Re)*, 2018 ONSC 10. Voir également *Sterling Centrecorp*, 2007 ONSC 9.

14 Voir également la partie 3 (j) Acquisitions forcées subséquentes et la partie 3 (k) Opérations d'éviction subséquentes.

Toutefois, il en va autrement lorsque la partie liée par la convention agit de concert avec le soumissionnaire.

(e) Lettre « baiser de l'ours »

Une tactique fréquemment employée par les soumissionnaires consiste à transmettre au conseil d'administration ou au chef de la direction de la société visée une lettre « baiser de l'ours ». Cette lettre vise généralement à amorcer des négociations amicales relativement à un prix d'acquisition proposé, souvent assorti d'une prime importante par rapport au cours actuel des actions de la société visée. La lettre comporte également, de façon expresse ou implicite, la menace de présenter directement l'offre aux actionnaires de la société visée au moyen d'une OPA si la société refuse de négocier. L'objectif est d'exercer une pression sur le conseil d'administration afin qu'il accepte de participer aux discussions, notamment en faisant intervenir les obligations fiduciaires des administrateurs d'agir au mieux des intérêts de la société.

(f) Opérations d'initiés

Tant les soumissionnaires que les sociétés visées, ainsi que leurs membres de la direction et administrateurs, devraient être conscients du risque accru d'opérations d'initiés dans le contexte d'une OPA.

Les administrateurs, membres de la direction et autres initiés, membres du même groupe ou personnes apparentées du soumissionnaire ne devraient pas acquérir de titres de la société visée lorsque le soumissionnaire évalue la possibilité de présenter une OPA ou envisage de le faire, et que cette information n'a pas été rendue publique. Les administrateurs, membres de la direction

et autres personnes ayant des « rapports particuliers » avec la société visée devraient faire preuve de la même prudence dans de telles circonstances.

Tout achat ou toute vente de titres de la société visée effectué au cours des six mois précédant une OPA¹⁵ devra être divulgué dans les documents déposés auprès des autorités en valeurs mobilières lorsqu'il est effectué par les parties concernées, leurs dirigeants, les membres de la direction, les personnes apparentées, les membres du même groupe ou toute personne agissant de concert avec elles. Cette divulgation devra notamment figurer dans la note d'information relative à l'OPA et la circulaire des administrateurs.

(g) Règles d'intégration applicables avant l'offre

Les règles d'intégration visent à assurer un traitement équitable des actionnaires de la société visée pendant la période entourant une OPA. Durant la période précédant l'offre, elles interdisent les opérations privées accordant à certains actionnaires vendeurs un avantage particulier. Un tel avantage doit également être offert, dans les mêmes conditions, aux autres actionnaires de la société visée dans le cadre d'une OPA subséquente. Ainsi, la contrepartie offerte dans le cadre de l'offre officielle ne peut être inférieure à celle versée par le soumissionnaire lors d'une acquisition privée de titres de la société visée effectuée au cours des 90 jours précédant l'offre¹⁶, et elle doit également être offerte sous la même forme, soit en espèces, soit en actions.

¹⁵ Dans le cas d'une OPA faite par un initié, la période applicable est de 12 mois plutôt que de 6 mois.

¹⁶ Cette restriction ne s'applique pas aux achats effectués dans le cours normal des activités sur un marché boursier ni aux actions nouvellement émises. De plus, lorsqu'une acquisition effectuée avant l'offre a été réglée en totalité ou en partie au moyen d'actions du soumissionnaire, l'OPA officielle peut prévoir le versement de l'équivalent en espèces de cette contrepartie.





3. Processus applicable aux OPA et délais

Au Canada, une OPA est lancée lorsque le soumissionnaire dépose sa note d'information auprès des autorités en valeurs mobilières et de la bourse concernées, puis la transmet à la société visée et aux actionnaires de celle-ci. Le soumissionnaire peut aussi lancer une OPA au moyen d'une annonce publique de l'offre.

(a) Note d'information relative à une OPA

La note d'information doit contenir certains renseignements prescrits concernant le soumissionnaire, la société visée et l'offre elle-même. Toutefois, comme il s'agit du principal document permettant au soumissionnaire de présenter son offre aux actionnaires de la société visée, son contenu va généralement au-delà des exigences minimales prévues par la législation en valeurs mobilières. Par ailleurs, comme la réglementation ne prescrit pas l'ordre dans lequel les renseignements obligatoires doivent être présentés, le document est habituellement rédigé de manière à exposer la position du soumissionnaire de la façon la plus convaincante possible¹⁷.

Les renseignements prescrits comprennent notamment :

- tout fait important non divulgué dont le soumissionnaire a connaissance et qui pourrait raisonnablement influencer la décision d'un porteur de titres de déposer ou non ses titres en réponse à l'OPA;
- si le soumissionnaire a établi des projets d'affaires fermes concernant les actifs ou les activités de la société visée après l'acquisition, la description de ces projets;
- la question de savoir si le soumissionnaire prévoit procéder à une acquisition forcée, à une opération d'éviction subséquente et/ou à la radiation des titres de la société visée.

¹⁷ Sous réserve, bien entendu, des recours dont disposent les actionnaires à l'égard de toute information fausse ou trompeuse contenue dans la note d'information.

Même si cela n'est pas obligatoire, les soumissionnaires choisissent généralement d'inclure dans leur note d'information divers renseignements concernant le contexte de l'offre, notamment :

- les relations d'affaires antérieures entre le soumissionnaire et la société visée;
- toute proposition antérieure présentée par le soumissionnaire au conseil d'administration de la société visée relativement à une opération éventuelle, ainsi que les négociations connexes;
- les autres événements importants ayant précédé l'OPA, y compris le recours par le soumissionnaire à des conseillers externes, financiers ou autres.

Les notes d'information ne sont pas soumises à l'examen préalable des autorités en valeurs mobilières avant leur dépôt. Toutefois, une divulgation insuffisante ou inexacte peut permettre à la société visée ou à ses actionnaires de demander aux autorités en valeurs mobilières d'accorder une mesure corrective appropriée (p. ex. exiger la modification et la nouvelle diffusion de la note d'information ainsi qu'une prolongation correspondante de la période de dépôt)¹⁸.

(b) Période d'OPA minimale de 105 jours

L'OPA doit demeurer ouverte pendant une période minimale de 105 jours, sous réserve de certaines exceptions limitées. Cette période obligatoire, qui n'était que de 35 jours jusqu'en 2016¹⁹, vise à donner au conseil d'administration de la société visée un délai raisonnable pour évaluer l'offre, tenter d'en négocier des modalités plus avantageuses et/ou rechercher une opération de rechange avec un autre acquéreur.

Le conseil d'administration de la société visée peut réduire la période d'OPA à un minimum de 35 jours en publiant un communiqué à cet effet. Comme une période plus longue favorise généralement la société visée, cette réduction ne survient habituellement que lorsque le conseil d'administration décide de recommander l'OPA ou que la société visée a convenu d'une opération de rechange (p. ex. un plan d'arrangement négocié avec un autre acquéreur). Pour bénéficier de cette période de dépôt réduite, le soumissionnaire doit transmettre un avis de modification aux actionnaires de la société visée. Toutefois, l'OPA ne peut expirer avant l'écoulement d'un délai de 10 jours suivant la date de l'avis de modification. La période de dépôt réduite s'applique également à toute offre concurrente. Le soumissionnaire peut choisir de prolonger la période de dépôt de son OPA. Toutefois, si toutes les conditions de l'offre ont été remplies ou levées, il doit d'abord prendre livraison de tous les titres déposés en réponse à l'offre.

(c) Condition de dépôt minimal de 50 %

Depuis 2016, les OPA sont assujetties à une condition de dépôt minimal. Celle-ci exige que plus de 50 % des titres en circulation de la société visée, à l'exclusion de ceux détenus par le soumissionnaire et ses alliés, soient déposés en réponse à l'OPA et ne soient pas retirés avant leur prise en livraison par le soumissionnaire. Cette condition obligatoire vise à faire en sorte qu'une OPA ne puisse réussir que si une majorité des titres détenus par les autres actionnaires de la société visée appuie l'offre. Les soumissionnaires demeurent libres d'imposer une condition de dépôt minimal plus élevée, et ils le font souvent. Cela leur permet notamment de s'assurer qu'un nombre suffisant de titres soit déposé pour procéder à une opération forcée subséquente d'acquisition ou d'éviction²⁰.

¹⁸ Une divulgation insuffisante ou inexacte dans la note d'information peut également donner lieu à un recours en annulation ou en dommages-intérêts contre le soumissionnaire (et contre les administrateurs et les membres de la direction du soumissionnaire ayant signé l'attestation figurant dans la note d'information).

¹⁹ En pratique, cette période de 35 jours était généralement prolongée par le conseil d'administration de la société visée au moyen de l'adoption d'un régime de droits des actionnaires. Voir la partie 5 (b) Régimes de droits (pilules empoisonnées).

²⁰ Voir la partie 3 (j) Acquisitions forcées subséquentes et la partie 3 (k) Opérations d'éviction subséquentes.



(d) Prolongation obligatoire de 10 jours

Lorsque la condition de dépôt minimal obligatoire est remplie pendant la période initiale de dépôt (et que toutes les autres conditions ont été remplies ou levées), le soumissionnaire doit prolonger la période de dépôt d'au moins 10 jours. Cette exigence a été instaurée en 2016 afin d'éviter que les actionnaires de la société visée ne se sentent forcés de déposer leurs titres avant l'expiration de la période initiale de dépôt. Elle vise notamment à atténuer la pression pouvant découler de la crainte d'être « laissés pour compte » comme actionnaires minoritaires advenant la prise de contrôle effective de la société par le soumissionnaire.

(e) Contrepartie identique

Une OPA doit proposer une contrepartie identique à l'ensemble des actionnaires de la société visée. Il est donc interdit d'offrir une prime plus élevée à certains actionnaires (p. ex. à un actionnaire détenant un bloc important ou un bloc de contrôle). Sous réserve d'exceptions très limitées, il est également interdit d'accorder des avantages accessoires à certains actionnaires de la société visée sans les offrir à tous²¹. Le soumissionnaire doit aussi tenir compte des règles d'intégration applicables avant l'offre²².

Lorsque l'OPA prévoit une contrepartie en actions, le soumissionnaire doit fournir à l'égard des titres offerts une information équivalente à celle exigée dans un prospectus. Si le soumissionnaire est un émetteur assujéti, les règles de la bourse à laquelle ses titres sont inscrits peuvent également l'obliger à obtenir l'approbation de ses actionnaires pour réaliser l'opération. Par exemple, la Bourse de Toronto exige de ses émetteurs qu'ils obtiennent l'approbation des actionnaires lorsque les titres devant être remis dans le cadre de l'OPA représentent plus de 25 % des titres actuellement en circulation du soumissionnaire (avant dilution)²³.

Toute augmentation du prix offert pendant l'OPA doit également profiter rétroactivement aux actionnaires ayant déjà déposé leurs titres en réponse à l'offre. Cela peut notamment survenir en raison de l'émergence d'une offre concurrente, de l'intervention possible d'un chevalier blanc ou afin d'obtenir l'appui du conseil d'administration de la société visée.

(f) Financement

Si l'OPA prévoit une contrepartie en espèces (en totalité ou en partie), le soumissionnaire doit, avant de présenter l'offre, disposer des fonds nécessaires ou avoir mis en place des arrangements de financement suffisants pour acquitter l'ensemble des titres visés par l'offre. Le financement n'a pas à être inconditionnel. Toutefois, le soumissionnaire doit raisonnablement croire qu'il est peu probable qu'une condition de financement ne soit pas satisfaite. Ce dernier devrait mettre en place ce financement en tenant compte de la période d'OPA minimale de 105 jours ainsi que de la prolongation obligatoire de 10 jours qui s'appliquera si la condition de dépôt minimal de l'OPA est remplie.

(g) Modifications aux modalités de l'offre ou dans l'information divulguée

Si le soumissionnaire souhaite modifier les modalités de son offre, ou si un changement survient dans les renseignements contenus dans la note d'information et que ce changement peut raisonnablement influencer la décision d'un actionnaire de déposer ou non ses titres, le soumissionnaire doit déposer un avis de modification ou de changement et publier un communiqué. L'avis doit aussi être transmis à tous les actionnaires de la société visée, sauf à ceux dont les titres ont déjà été déposés et pris en livraison.

L'offre doit demeurer ouverte pendant au moins 10 jours suivant la date de la modification ou du changement. Cette exigence ne s'applique toutefois pas lorsque la modification consiste en la renonciation à une condition dans le cadre d'une OPA entièrement en espèces. Le soumissionnaire ne peut modifier les modalités de son offre une fois la période de dépôt expirée et dès lors qu'il est tenu de prendre livraison des titres déposés. Les autorités en valeurs mobilières peuvent également prononcer une interdiction d'opérations à l'égard de l'OPA si elles estiment qu'une modification porte préjudice aux actionnaires de la société visée. Ce pourrait notamment être le cas si la modification réduit la proportion de titres visés par l'offre, diminue la contrepartie offerte ou ajoute une nouvelle condition²⁴.

²¹ Parmi ces exceptions, on retrouve notamment les ententes relatives à la rémunération des employés, les ententes de cessation d'emploi et d'autres avantages consentis aux employés.

²² Voir la partie 2(g) Règles d'intégration applicables avant l'offre.

²³ La Bourse de Toronto a indiqué qu'elle n'exigera généralement pas d'approbation additionnelle des actionnaires pour l'émission d'un nombre de titres pouvant atteindre jusqu'à 25 % de plus que celui déjà approuvé par les actionnaires du soumissionnaire. Cette exception s'applique lorsque les titres additionnels sont émis afin de tenir compte d'une augmentation de l'OPA du soumissionnaire. Voir l'avis du personnel 2018-0005 de la Bourse de Toronto.

²⁴ Voir l'avis 62-305 du personnel des Autorités canadiennes en valeurs mobilières : Modification des conditions d'une offre publique d'achat.

(h) Droits de retrait des actionnaires

Un actionnaire de la société visée peut retirer les titres qu'il a déposés en réponse à l'OPA à tout moment avant que le soumissionnaire n'en prenne livraison. Si les titres ont déjà été pris en livraison, mais n'ont pas encore été payés, l'actionnaire dispose alors d'un délai de trois jours ouvrables suivant leur prise en livraison pour les retirer.

Lorsqu'un avis de changement ou de modification a été déposé, l'actionnaire peut également retirer ses titres avant l'expiration d'un délai de 10 jours suivant la date de l'avis, sous réserve de certaines exceptions. Ces exceptions sont les suivantes : 1) les titres avaient déjà été pris en livraison avant l'avis; 2) la modification consistait uniquement en une augmentation de la contrepartie offerte et la période d'OPA n'a pas été prolongée de plus de 10 jours; 3) l'OPA était entièrement payable en espèces et la modification visait uniquement la renonciation à une ou plusieurs conditions; et 4) la modification est intervenue après l'expiration de la période d'OPA initiale et visait uniquement soit une augmentation de la contrepartie, soit une prolongation de la période d'OPA n'excédant pas 10 jours.

(i) Achats et ventes de titres par le soumissionnaire pendant l'OPA

Pendant une OPA, le soumissionnaire ne peut pas acquérir des titres additionnels de la société visée faisant l'objet de l'offre, sous réserve d'une dispense applicable aux achats dans le cours normal des activités. Cette exception permet l'acquisition d'un maximum cumulatif de 5 % des titres de la catégorie visée sur une période de 12 mois, à un prix n'excédant pas le cours du marché. En pratique, toutefois, cette stratégie est rarement utilisée. D'une part, les titres acquis en vertu de cette exception ne sont pas pris en compte pour déterminer si la condition de dépôt minimal de l'OPA a été remplie et ne réduisent pas le nombre de titres que le soumissionnaire doit prendre en livraison dans le cadre de l'offre. D'autre part, ces acquisitions pourraient nuire à la capacité du soumissionnaire de réaliser une opération subséquente. Le soumissionnaire ne peut pas non plus vendre des titres visés par l'OPA pendant la durée de celle-ci.

(j) Acquisitions forcées subséquentes

Si le soumissionnaire acquiert 90 % ou plus des actions visées par l'offre, à l'exclusion de celles qu'il détient déjà avec ses alliés, il peut forcer l'acquisition des actions restantes moyennant la même contrepartie que celle offerte aux actionnaires. Cette opération peut être réalisée relativement rapidement, puisqu'aucune approbation des actionnaires n'est requise. Le seuil de 90 % doit être atteint dans les 120 jours suivant la présentation de l'offre. Il ne peut inclure de titres acquis sur le marché libre pendant la période d'OPA.

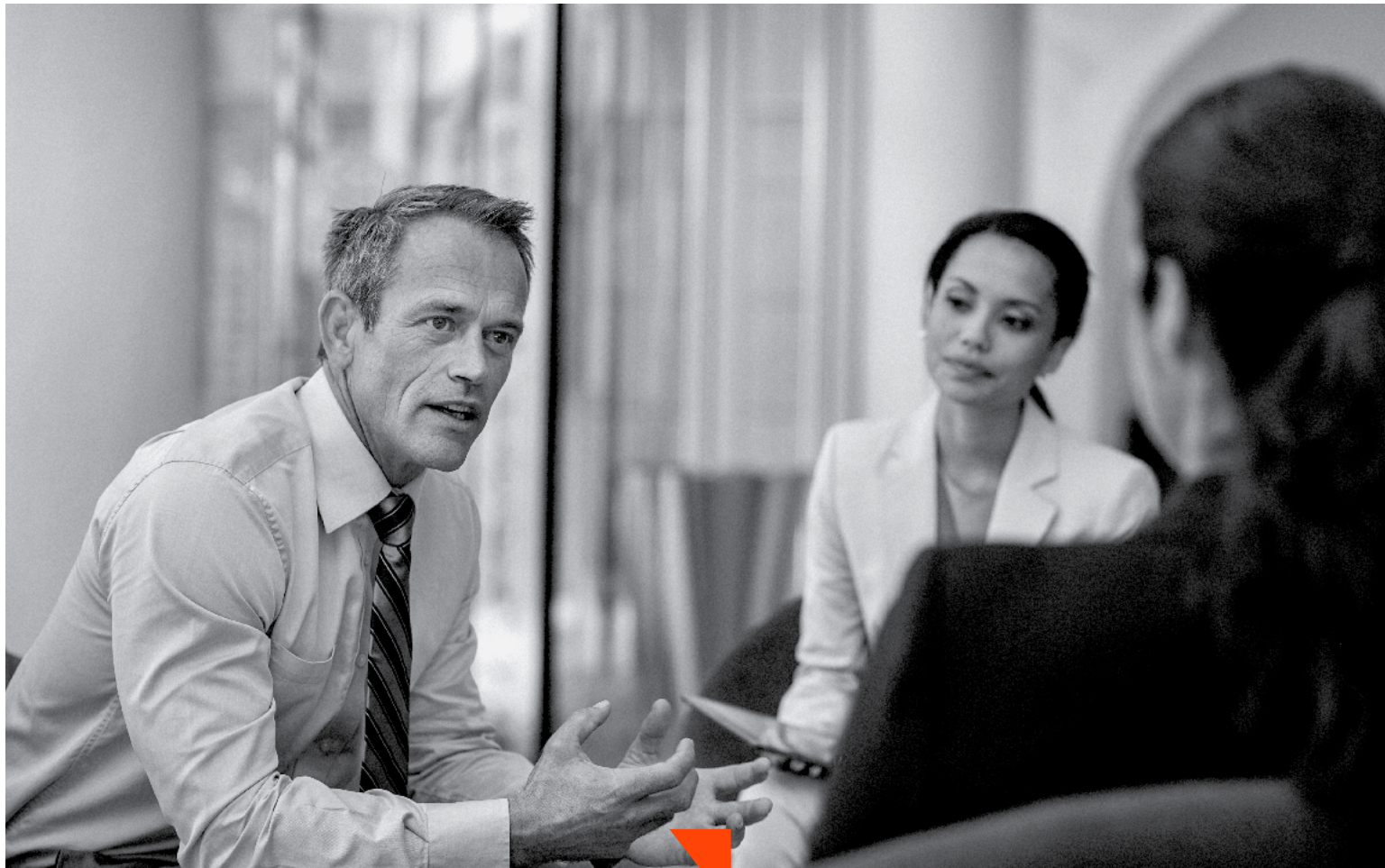
(k) Opérations d'éviction subséquentes

Si le soumissionnaire n'atteint pas le seuil de 90 % requis pour procéder à une acquisition forcée, il peut évincer les actionnaires restants au moyen d'un plan d'arrangement, d'une fusion ou d'un autre regroupement d'entreprises. Comme une telle opération requiert l'approbation des actionnaires, le soumissionnaire devra, pour s'assurer que le vote soit approuvé : 1) détenir, après l'OPA, au moins les deux tiers des actions de la société visée²⁵; et 2) avoir acquis, dans le cadre de l'offre, la majorité des actions qu'il ne détenait pas déjà avant l'offre, avec ses alliés. L'opération d'éviction doit être réalisée moyennant la même contrepartie que celle offerte dans le cadre de l'OPA et dans les 120 jours suivant l'expiration de celle-ci. La note d'information doit aussi indiquer expressément que le soumissionnaire entend procéder, après l'OPA, à une acquisition subséquente visant les actions restantes en circulation de la société visée. Les soumissionnaires fixent généralement une condition de dépôt minimal suffisamment élevée pour leur permettre, au minimum, de réaliser une opération d'éviction subséquente.

(l) Droits à la dissidence et à l'évaluation

Les actionnaires qui s'opposent à une opération subséquente disposent généralement de droits à la dissidence leur permettant de demander au tribunal de déterminer la juste valeur de leurs actions. Le tribunal peut conclure que cette juste valeur est supérieure ou inférieure au cours acheteur. Cela dit, les tribunaux canadiens ont tendance à accorder beaucoup d'importance au prix de l'opération par rapport à d'autres facteurs. Ainsi, en l'absence d'éléments démontrant clairement une distorsion du marché, le prix de l'opération sera habituellement considéré comme un indicateur très fiable de la juste valeur.

²⁵ En vertu de certaines lois canadiennes sur les sociétés, ce seuil est fixé aux trois quarts.



4. Circulaire des administrateurs de la société visée et obligations des administrateurs

(a) Circulaire des administrateurs

Les administrateurs de la société visée doivent publier une circulaire dans les 15 jours suivant le lancement de l'OPA. Une grande partie du contenu de cette circulaire est prescrite par la législation sur les valeurs mobilières. Cela dit, la circulaire ne se limite pas aux renseignements obligatoires. La réglementation ne prescrit pas non plus l'ordre dans lequel ceux-ci doivent être présentés. Les administrateurs disposent ainsi d'une grande latitude dans l'organisation du document. L'approche la plus courante consiste à reprendre la structure de la note d'information afin de faciliter la comparaison par les actionnaires et la présentation des contre-arguments des administrateurs.

Les principaux renseignements devant être divulgués dans la circulaire des administrateurs sont les suivants :

- tout renseignement susceptible d'influencer raisonnablement la décision d'un actionnaire de déposer ou non ses titres en réponse à l'OPA;
- la recommandation des administrateurs quant à savoir si les actionnaires devraient déposer leurs titres en réponse à l'OPA, ainsi que les motifs à l'appui de cette recommandation;
- si les administrateurs sont incapables de formuler une recommandation, ou choisissent de ne pas en formuler, relativement au dépôt des titres en réponse à l'OPA, les raisons expliquant cette décision.

Si les administrateurs n'ont pas encore arrêté l'une des positions mentionnées ci-dessus, ils doivent en informer les actionnaires. Ils peuvent également leur recommander de ne pas déposer leurs titres avant d'avoir communiqué leur position. Ils doivent toutefois faire connaître leur position et les motifs qui la justifient au plus tard sept jours avant l'expiration de l'offre.

Les renseignements additionnels généralement divulgués dans la circulaire des administrateurs comprennent notamment :

- les avantages perçus de la poursuite par la société visée de son plan stratégique actuel;
- les obstacles potentiels à la réalisation des conditions de l'OPA par le soumissionnaire;
- la possibilité qu'une offre concurrente supérieure ou une autre opération de rechange soit présentée à la société visée;
- les détails concernant tout comité spécial constitué par le conseil d'administration de la société visée dans le cadre de l'OPA;
- les détails de tout « avis d'insuffisance » remis au conseil d'administration ou à un comité spécial par des conseillers financiers mandatés dans le cadre de l'OPA.

Comme dans le cas de la note d'information, toute information fausse ou trompeuse contenue dans la circulaire des administrateurs confère aux actionnaires un droit d'action prévu par la loi à l'égard de cette information²⁶.

(b) Obligations fiduciaires des administrateurs de la société visée

Les administrateurs de la société visée ont l'obligation d'agir au mieux des intérêts de cette dernière²⁷, ce qui peut les amener à tenir compte des intérêts des différentes parties prenantes de celle-ci, comme leurs actionnaires, créanciers et employés. Compte tenu de l'importance d'une OPA pour ces différents groupes, le conseil d'administration devrait diriger la réponse de la société visée à l'offre plutôt que de laisser cette responsabilité à la direction. Le fait qu'une OPA puisse placer la direction dans une situation de conflit d'intérêts (les

intérêts de la direction et ceux de la société visée ne concordent pas) renforce davantage cette nécessité.

Le caractère hautement médiatisé d'une OPA expose la réponse du conseil d'administration de la société visée à un examen attentif des marchés, des organismes réglementaires et des tribunaux. Les administrateurs peuvent trouver rassurant le fait que les tribunaux canadiens ne remettent généralement pas en question l'appréciation commerciale du conseil d'administration, à condition que celui-ci prenne des décisions de façon diligente, éclairée et impartiale. L'accent est mis sur le processus plutôt que sur l'attente d'une prise de décision qui, rétrospectivement, serait parfaite. Cela dit, les administrateurs de la société visée doivent être conscients que les attentes du droit des sociétés et du droit des valeurs mobilières ne sont pas les mêmes. Le droit des sociétés met l'accent sur l'intérêt supérieur de la société et exige la prise en compte des intérêts parfois divergents des différentes parties prenantes, notamment les actionnaires, les créanciers et les employés. Le droit des valeurs mobilières vise avant tout la protection des intérêts des actionnaires.

La conciliation de ces deux impératifs peut nécessiter une analyse délicate et des décisions difficiles. Une OPA non sollicitée amènera notamment le conseil d'administration de la société visée à se demander s'il devrait :

- engager des négociations avec le soumissionnaire;
- appuyer l'offre ou la rejeter;
- rechercher une opération de rechange avec d'autres parties intéressées;
- recourir à des mesures de défense contre l'offre.

Afin de mettre en place un processus décisionnel suffisamment rigoureux à ces égards, les administrateurs de la société visée doivent notamment : 1) examiner les enjeux liés à l'indépendance des administrateurs et aux conflits d'intérêts potentiels; 2) déterminer s'il est opportun de constituer un comité spécial composé d'administrateurs indépendants; 3) s'assurer qu'ils disposent du temps, des renseignements et des ressources nécessaires, y compris de conseillers externes, pour mener leurs délibérations; et 4) veiller à ce que celles-ci soient dûment consignées²⁸.

²⁶ Ce droit d'action comprendra notamment un recours en dommages-intérêts contre chaque administrateur ou dirigeant de la société visée ayant signé la circulaire.

²⁷ Les administrateurs de sociétés canadiennes sont assujettis à des obligations fiduciaires prévues par la loi et par la common law. Ils doivent agir, d'une part, avec intégrité et de bonne foi au mieux des intérêts de la société, et d'autre part, avec le soin, la diligence et la compétence dont ferait preuve, en pareilles circonstances, une personne d'une prudence raisonnable.

²⁸ Pour de plus amples renseignements à ce sujet, voir le [**Guide de Fasken sur les devoirs des administrateurs et les comités spéciaux dans le contexte des F&A de sociétés ouvertes**](#).



5. Mesures de défense possibles de la société visée

Les mesures de défense adoptées en réponse à une OPA non sollicitée au Canada sont principalement encadrées par le droit des valeurs mobilières²⁹. Le principal objectif de ce régime est de protéger les intérêts des actionnaires de la société visée. Son objectif secondaire est de favoriser un contexte d'OPA ouvert et équitable, qui n'avantage ni le soumissionnaire ni la direction de la société visée, tout en laissant aux actionnaires la liberté de prendre une décision pleinement éclairée.

Les autorités canadiennes en valeurs mobilières reconnaissent que le conseil d'administration d'une société visée peut adopter des mesures de défense de bonne foi. Ce peut notamment être le cas lorsque les administrateurs jugent que la contrepartie offerte dans le cadre d'une OPA non sollicitée est insuffisante et qu'une ou plusieurs mesures de défense pourraient favoriser l'émergence d'une offre concurrente supérieure. Les autorités en valeurs mobilières demeurent toutefois préoccupées par le fait qu'une OPA non sollicitée peut créer des conflits entre les intérêts de la direction de la société visée et ceux de ses actionnaires. Elles sont particulièrement attentives au risque que certaines mesures de défense empêchent les actionnaires de répondre à une OPA non sollicitée ou à une offre concurrente subséquente, ou qu'elles nuisent au bon déroulement d'un processus d'OPA ouvert. Les autorités disposent de vastes pouvoirs d'intervention pour prendre les mesures correctives qu'elles jugent appropriées lorsqu'elles estiment qu'un tel risque existe³⁰. Plus particulièrement, un principe fondamental du régime canadien veut que les actionnaires de la société visée puissent ultimement décider de l'issue d'une OPA non sollicitée³¹.

²⁹ Voir l'*Avis 62-202 relatif aux mesures de défense contre une offre publique d'achat*. Cela dit, les mesures de défense adoptées par le conseil d'administration d'une société visée demeurent également assujetties à l'examen dans le cadre des obligations fiduciaires des administrateurs, en vertu du droit des sociétés. Elles peuvent aussi donner lieu à un recours pour abus en vertu du droit des sociétés.

³⁰ Les autorités en valeurs mobilières considèrent notamment que les OPA jouent un rôle important dans l'économie canadienne en exerçant une discipline sur les dirigeants d'entreprise et en favorisant la réaffectation des ressources économiques vers leurs usages les plus efficaces. Voir l'*Avis 62-202 relatif aux mesures de défense contre une offre publique d'achat*.

³¹ Contrairement à ce qui est permis aux États-Unis, les conseils d'administration canadiens ne peuvent adopter une stratégie défensive consistant simplement à refuser l'offre.

Les mesures de défense peuvent être de nature structurale ou tactique. Les mesures structurelles sont adoptées en prévision d'une éventuelle OPA non sollicitée. Les mesures tactiques sont mises en œuvre en réponse à une OPA non sollicitée en cours. Le moment auquel une mesure de défense est adoptée peut jouer un rôle déterminant dans l'appréciation qu'en feront les autorités en valeurs mobilières. Par exemple, dans certains cas, l'approbation préalable d'une mesure de défense par les actionnaires de la société visée peut atténuer les préoccupations selon lesquelles cette mesure porterait atteinte à leurs intérêts. À l'inverse, les autorités canadiennes en valeurs mobilières ne se prononcent généralement pas à l'avance sur le caractère acceptable d'une mesure de défense envisagée dans un contexte particulier avant sa mise en œuvre³².

(a) Contestations judiciaires

Selon les circonstances, le conseil d'administration de la société visée peut disposer de différents recours judiciaires pour tenter de retarder ou de faire échec à une OPA non sollicitée. Parmi ceux-ci figurent notamment :

- soutenir que l'OPA a été présentée en violation d'obligations de confidentialité ou d'engagements de statu quo précédemment convenus entre les parties;
- alléguer que les renseignements fournis par le soumissionnaire dans ses documents réglementaires (p. ex. les déclarations déposées dans le cadre du système d'alerte ou dans sa note d'information) sont insuffisants ou inexacts;
- soutenir que les acquisitions de titres effectuées par le soumissionnaire avant l'offre ou dans le cadre de celle-ci ne respectaient pas le régime applicable aux OPA ou d'autres exigences prévues par la législation en valeurs mobilières.

Au-delà des conséquences juridiques adverses pouvant en découler, de telles contestations peuvent aussi entraîner une couverture médiatique défavorable et nuire à la perception publique de l'OPA. Cette situation peut aider le conseil d'administration de la société visée à convaincre les actionnaires de ne pas déposer leurs

titres en réponse à l'offre. De telles contestations peuvent également obliger le soumissionnaire à consacrer des ressources importantes, tant à l'interne qu'à l'externe, pour y répondre plutôt que de concentrer ses efforts sur la poursuite de l'OPA.

(b) Régimes de droits des actionnaires (pilules empoisonnées)

Une pilule empoisonnée est déclenchée lorsqu'un actionnaire, généralement un soumissionnaire non sollicité, acquiert un pourcentage déterminé des actions de la société visée (habituellement 20 %). Elle permet alors aux autres actionnaires d'acquérir des actions de la société visée auprès de celle-ci à un prix largement inférieur au cours³³. La dilution importante de la participation du soumissionnaire qui en résulte agit comme moyen de dissuasion contre le déclenchement du régime.

Avant les modifications apportées en 2016 au régime canadien des OPA, les pilules empoisonnées constituaient la mesure de défense la plus fréquemment utilisée en réponse à une OPA non sollicitée. Cependant, comme les autorités en valeurs mobilières l'ont toutefois réaffirmé à plusieurs reprises³⁴, le régime de 2016 a considérablement réduit leur utilité permise. D'une part, le régime de 2016 a intégré dans la réglementation certaines modalités importantes qui, auparavant, n'étaient applicables qu'au moyen d'une pilule empoisonnée. D'autre part, en faisant passer la période d'OPA minimale de 35 à 105 jours, le régime de 2016 a affaibli l'un des principaux motifs invoqués par les autorités en valeurs mobilières pour permettre l'adoption temporaire d'un régime de droits des actionnaires. Ce motif consistait à donner au conseil d'administration de la société visée davantage de temps pour négocier un cours acheteur plus élevé ou rechercher une offre concurrente supérieure.

Cela dit, les pilules empoisonnées conservent une certaine utilité depuis les modifications de 2016. Les émetteurs à capital ouvert continuent notamment d'y recourir en raison du risque d'OPA « rampantes », c'est-à-dire des acquisitions d'actions de la société visée effectuées au moyen de dispenses ou d'exceptions prévues par le régime des OPA³⁵. Les sociétés ouvertes

³² Une exception pourrait toutefois s'appliquer dans le contexte d'une assemblée ou d'une instance pour laquelle les parties intéressées ont reçu un avis. Voir l'Avis 62-202 relatif aux mesures de défense contre une offre publique d'achat.

³³ Historiquement, les modalités des pilules empoisonnées au Canada ont généralement été relativement uniformes.

³⁴ Voir les décisions *Aurora Cannabis Inc. (Re)*, 2018 ONSEC 10 et *Riot Platforms, Inc v. Bitfarms Ltd*, 2024 ONCMT 27.

³⁵ Il s'agit : 1) de la dispense applicable aux achats dans le cours normal des activités, soit les achats sur le marché libre pouvant atteindre jusqu'à 5 % des actions en circulation de la société visée sur une période de 12 mois; et 2) de la dispense pour contrats de gré à gré, soit les acquisitions d'actions auprès d'au plus cinq vendeurs à un prix n'excédant pas 115 % du cours moyen des 20 derniers jours. Par ailleurs, une acquisition d'actions ne visant aucun vendeur canadien ne constituerait pas techniquement une OPA, bien que les autorités en valeurs mobilières puissent décider d'intervenir dans l'intérêt du public en exerçant leurs pouvoirs discrétionnaires.

continuent également d'utiliser des pilules empoisonnées afin d'encadrer les conventions de dépôt irrévocables visant les titres de l'émetteur³⁶. Enfin, en 2021, les autorités canadiennes en valeurs mobilières ont permis l'utilisation d'une pilule empoisonnée tactique adoptée en réaction au recours par un soumissionnaire non sollicité à des instruments dérivés pour constituer sa participation à échelle réduite³⁷.

(c) Placements privés

Un placement privé de titres de la société visée pendant une OPA non sollicitée peut compliquer considérablement la capacité du soumissionnaire à respecter la condition de dépôt minimal de 50 % prévue par le régime canadien des OPA. Au cours des dernières années, les autorités canadiennes en valeurs mobilières ont été saisies de plusieurs contestations visant des placements privés réalisés dans le contexte d'OPA non sollicitées. Un cadre d'analyse en plusieurs étapes s'est dégagé de leurs décisions afin de déterminer si une émission constitue une mesure de défense inadmissible.

Dans l'ensemble, cette analyse repose sur l'équilibre entre deux considérations. D'une part, le droit des sociétés commande une certaine déférence envers le jugement d'affaires exercé par les administrateurs de la société visée. D'autre part, le droit des valeurs mobilières vise avant tout à protéger le libre choix des actionnaires et à préserver un processus d'OPA ouvert et équitable.

La première étape consiste à déterminer si le placement privé semble avoir été mis en place, en tout ou en partie, comme mesure de défense destinée à modifier la dynamique du processus d'offre. Pour trancher, on peut notamment se demander si :

- la société visée a un besoin immédiat et sérieux de financement;
- l'émission s'inscrit dans une stratégie commerciale légitime et non défensive adoptée par la société visée;
- le placement a été planifié ou modifié en réaction à une OPA non sollicitée ou en prévision d'une telle offre.

Si les autorités en valeurs mobilières ne peuvent conclure clairement que le placement privé ne constitue pas une mesure de défense, notamment parce que plusieurs

objectifs semblent avoir motivé l'opération ou que son objectif demeure incertain, l'analyse passe alors à une deuxième étape. Il faut alors déterminer si les circonstances justifient une intervention réglementaire (p. ex. une interdiction d'opérations visant le placement privé). Pour trancher, on peut notamment se demander :

- si le placement bénéficie aux actionnaires (p. ex. en permettant à la société visée de poursuivre ses activités pendant l'OPA ou en donnant au conseil d'administration la possibilité de mener un processus d'enchères sans compromettre l'offre);
- dans quelle mesure le placement modifie la dynamique préexistante de l'OPA; si le placement porte atteinte à la capacité des actionnaires à déposer leurs titres en réponse à l'offre;
- si les investisseurs participant au placement sont des personnes apparentées à la société visée; s'il existe des éléments indiquant que certains d'entre eux pourraient agir de manière à permettre au conseil d'administration de simplement rejeter l'OPA ou une offre concurrente;
- si l'on dispose de renseignements permettant de connaître le point de vue des actionnaires de la société visée à l'égard de l'OPA et/ou du placement;
- lorsqu'une OPA non sollicitée est en cours au moment du placement, si le conseil d'administration a examiné l'interaction entre le placement et l'OPA, notamment les effets de dilution pouvant découler de l'émission.

Les autorités en valeurs mobilières apprécient l'ensemble de ces facteurs afin de déterminer si le placement privé constitue un « abus manifeste » envers les actionnaires de la société visée ou les marchés financiers. Plusieurs de leurs décisions démontrent que lorsque la planification d'un placement privé a débuté avant l'annonce d'une OPA non sollicitée, cela jouera généralement contre la conclusion selon laquelle l'émission constitue une mesure de défense inappropriée.

³⁶ Voir toutefois la décision *Aurora Cannabis Inc. (Re)*, 2018 ONSEC 10.

³⁷ Voir la décision *Re Bison Acquisition Corp.*, 2021 ABASC 188. L'autorité en valeurs mobilières a toutefois précisé que sa décision reposait sur les circonstances propres à cette affaire. Elle ne devait donc pas être interprétée comme établissant une règle générale quant à l'interaction entre les pilules empoisonnées et les instruments dérivés dans le contexte d'une OPA non sollicitée.

(d) Opération stratégique de rechange ou chevalier blanc

Les obligations fiduciaires des administrateurs de la société visée leur imposent d'agir dans l'intérêt de celle-ci. Dans le contexte d'une OPA non sollicitée, cela peut les obliger à examiner la possibilité d'une opération stratégique de rechange, comme l'acquisition de la société visée par un autre tiers, soit un « chevalier blanc ». La possibilité réelle de conclure une telle opération dépendra toutefois des circonstances propres à chaque situation. Les facteurs pertinents incluent notamment le secteur d'activité de la société visée, le contexte économique, les conditions du marché et la disponibilité du financement³⁸.

Une opération stratégique de rechange peut prendre la forme soit d'une OPA concurrente, soit, beaucoup plus fréquemment, d'une autre opération commerciale, comme un plan d'arrangement. Dans un cas comme dans l'autre, le conseil d'administration de la société visée acceptera contractuellement d'appuyer l'opération proposée par le chevalier blanc et de recommander aux actionnaires de rejeter l'OPA non sollicitée en faveur de cette opération. Le chevalier blanc exigera également que la société visée accepte certaines clauses usuelles de protection de l'opération. Ces mécanismes de protection comprennent habituellement les suivants :

- **Clause de non-sollicitation.** La société visée s'engage à ne pas solliciter d'autres offres ou opérations concurrentes. Elle peut toutefois examiner une proposition concurrente lorsque celle-ci ne résulte pas d'une violation de la clause de non-sollicitation et que les administrateurs estiment raisonnablement et de bonne foi qu'elle est supérieure à l'opération proposée par le chevalier blanc.

- **Droit de présenter une proposition équivalente.** Cette clause permet au chevalier blanc d'égaliser ou de bonifier toute proposition supérieure reçue ultérieurement par la société visée. Le droit de présenter une proposition équivalente peut être continu ou unique. La durée de la période accordée pour exercer ce droit constitue également un élément de négociation.
- **Indemnité de rupture.** Cette indemnité est payable par la société visée au chevalier blanc si le conseil d'administration exerce sa faculté de retrait fondée sur ses obligations fiduciaires (voir ci-dessous). Elle vise à encourager les offres concurrentes de la part de chevaliers blancs potentiels en leur offrant une certaine protection transactionnelle. Elle contribue ainsi à maximiser la valeur pour les actionnaires dans un contexte de changement de contrôle. L'indemnité de rupture a également pour effet de décourager les offres concurrentes, puisque son montant devra être absorbé dans le cadre de toute proposition supérieure qui aura été acceptée. Les indemnités de rupture dans les fusions et acquisitions (F&A) de sociétés ouvertes au Canada se situent généralement entre 2,5 % à 5 % de la valeur de l'opération³⁹.

Le pendant de ces mécanismes de protection en faveur du chevalier blanc est la clause de **retrait fiduciaire** prévue au bénéfice de la société visée et de ses administrateurs. Cette clause permet à la société visée d'accepter une proposition subséquente. Elle s'applique lorsque les administrateurs estiment raisonnablement et de bonne foi, notamment sur la base d'avis financiers, que cette proposition est financièrement supérieure à l'opération du chevalier blanc. Les clauses de retrait fiduciaire constituent désormais une pratique courante du marché. Elles sont généralement considérées comme nécessaires pour permettre aux administrateurs de la société visée de respecter leur obligation fiduciaire d'agir au mieux des intérêts de celle-ci.

³⁸ La prolongation de la période d'OPA minimale, passée de 35 à 105 jours en 2016, visait notamment à donner aux sociétés visées davantage de temps pour examiner la possibilité d'une opération de rechange susceptible de créer une plus grande valeur.

³⁹ Les obligations fiduciaires des administrateurs de la société visée ont pour effet de limiter le montant de l'indemnité de rupture que la société peut accepter de verser. Une indemnité trop élevée risquerait de décourager indûment la présentation d'une proposition supérieure et irait ainsi à l'encontre des intérêts de la société visée et de ses actionnaires.



6. Comparaison entre les OPA non sollicitées au Canada et aux États-Unis

Dans les grandes lignes, les principes qui sous-tendent le régime canadien des OPA sont généralement semblables à ceux applicables aux États-Unis. Les deux régimes visent à faire en sorte que les actionnaires disposent de toute l'information importante relative à l'offre et qu'ils reçoivent une contrepartie identique dans le cadre de celle-ci. Les deux régimes cherchent également à assurer un cadre réglementaire prévisible et équitable, qui ne favorise ni les soumissionnaires ni les sociétés visées. Cela dit, certaines différences importantes demeurent :

- Au Canada, le système d'alerte est déclenché lorsqu'un soumissionnaire acquiert une participation de 10 % dans la société visée⁴⁰. Aux États-Unis, les règles équivalentes s'appliquent dès qu'une participation de 5 % est atteinte.
- Le régime canadien des OPA prévoit un seuil clair : sous réserve de certaines exceptions limitées, toute acquisition portant la participation d'un soumissionnaire au-delà de 20 % doit être réalisée au moyen d'une OPA officielle. Le régime américain repose plutôt sur une

analyse qualitative fondée sur huit critères, sans seuil fixe comparable.

- Historiquement, les conseils d'administration des sociétés visées américaines ont généralement eu davantage de latitude pour adopter des mesures de défense agressives, notamment la possibilité de simplement refuser l'offre. Les conseils d'administration canadiens ont moins de latitude. En droit canadien, un principe fondamental veut que les actionnaires puissent ultimement décider de l'issue d'une OPA non sollicitée.
- Au Canada, le soumissionnaire doit généralement détenir au moins les deux tiers des actions de la société visée après l'OPA afin de pouvoir procéder à une opération d'éviction subséquente. Aux États-Unis, lorsque la société visée est constituée en vertu du droit du Delaware, le soumissionnaire peut généralement réaliser une telle opération dès qu'il détient la majorité simple des actions de la société visée (c.-à-d. 50 % plus 1).

⁴⁰ Voir la partie 2 (b) Participation à échelle réduite et système d'alerte.



7. Principales considérations stratégiques

Voici certaines considérations stratégiques importantes pour les soumissionnaires et pour les sociétés visées dans le cadre d'une OPA non sollicitée, qu'elle soit envisagée ou déjà en cours :

- Un soumissionnaire potentiel doit évaluer les avantages et les inconvénients d'une OPA non sollicitée par rapport à une opération de changement de contrôle négociée :

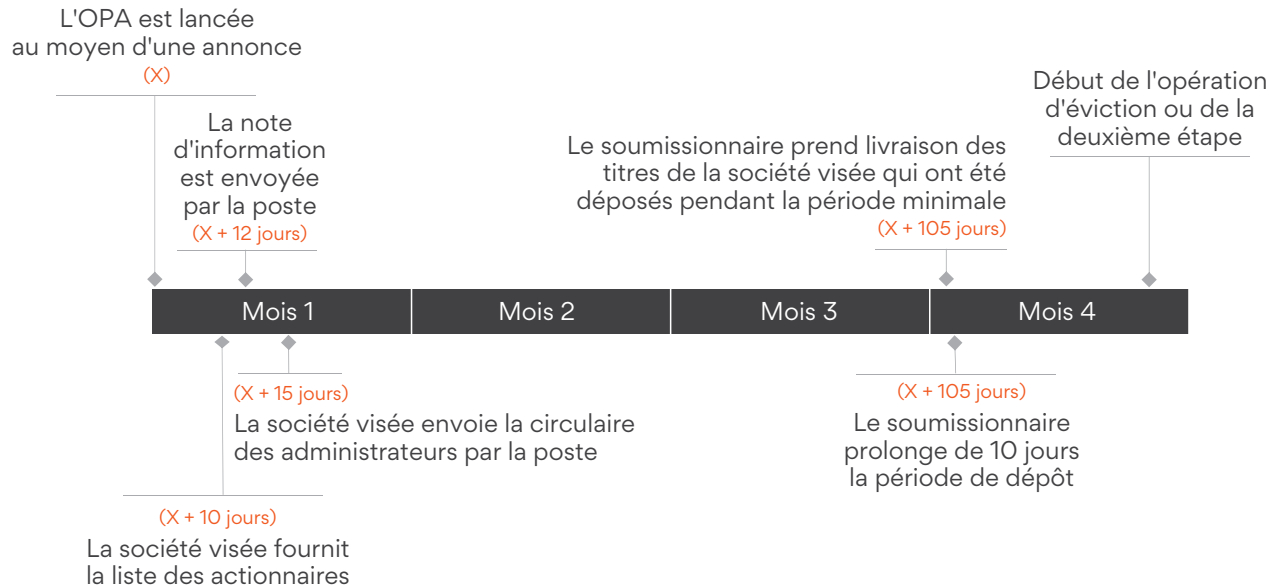
	Principaux avantages	Principaux inconvénients
OPA non sollicitée	Ne requiert pas l'appui du conseil d'administration de la société visée et évite la négociation de modalités complexes ainsi que les pressions en faveur de compromis.	L'acquisition de 100 % des actions de la société visée nécessite deux étapes.
	Le soumissionnaire conserve le plein contrôle du prix, du moment choisi et du discours initial au moyen de sa note d'information.	Il n'est pas possible d'accorder un traitement différent aux porteurs de titres.
	Moindre risque de fuite d'information et, par conséquent, d'augmentation du cours des actions de la société visée.	Les conditions de financement sont encadrées par la loi.
	La condition de dépôt minimal de 50 % est inférieure au seuil d'approbation des actionnaires des deux tiers généralement requis dans le cadre d'un arrangement ⁴¹ .	Depuis la réforme de 2016 du régime canadien des OPA, les soumissionnaires faisant une offre non sollicitée sont exposés à un risque d'exécution accru, ce qui a contribué à rendre ce type d'OPA moins fréquent.
Opération négociée (plan d'arrangement)	Permet à l'acquéreur de réaliser en une seule étape un large éventail d'opérations en plus de l'acquisition de la société visée, notamment des transferts d'actifs ou des réorganisations.	Le processus d'approbation par le tribunal comporte un certain degré de risque et offre immédiatement aux porteurs de titres dissidents une tribune pour s'opposer à l'opération.
	Permet une certaine latitude en matière de structuration, y compris en ce qui concerne les titres convertibles et la planification fiscale.	Requiert en général l'approbation d'au moins les deux tiers des voix exprimées par les actionnaires de la société visée (et éventuellement par les autres porteurs de titres).
	Permet à l'acquéreur d'effectuer une vérification diligente de renseignements non publics de la société visée et de bénéficier de la protection d'une indemnité de rupture.	Les avantages accessoires peuvent nécessiter l'approbation des actionnaires minoritaires.
	Est dispensée des exigences d'inscription américaines applicables à l'émission de titres à des personnes des États-Unis.	

⁴¹ Il convient toutefois de noter que la condition de dépôt minimal est calculée en fonction du nombre d'actions en circulation, alors que l'exigence d'approbation des actionnaires repose sur le nombre de voix exprimées à l'assemblée.

- L'appui du conseil d'administration de la société visée a historiquement joué un rôle déterminant dans le succès d'une OPA non sollicitée. L'obtention du soutien des principaux investisseurs institutionnels de la société visée est également un facteur clé.
- Tant le soumissionnaire que la société visée mèneront habituellement une campagne de communication auprès des actionnaires allant au-delà de leur note d'information ou de leur circulaire. Ils feront souvent appel à des conseillers et mandataires externes afin de mettre de l'avant leur vision stratégique à long terme pour la société visée.
- Un soumissionnaire potentiel doit réfléchir à l'importance de la **participation à échelle réduite** qu'il souhaite constituer. Cette stratégie comporte notamment les avantages et les inconvénients suivants :
 - **Avantages :** 1) Une participation à échelle réduite permet d'acquérir des actions de la société visée sans avoir à verser la prime généralement intégrée à l'OPA officielle subséquente. 2) Une participation plus importante peut renforcer la crédibilité du soumissionnaire et de son offre auprès du marché. 3) Une participation plus importante peut décourager l'émergence d'une offre concurrente et procurer un avantage au soumissionnaire si une telle offre survient malgré tout. 4) Si une offre concurrente réussit, le soumissionnaire initial pourra revendre sa participation au cours acheteur le plus élevé. 5) Une participation plus importante accroît également le pouvoir de négociation du soumissionnaire vis-à-vis de la société visée.
 - **Inconvénients :** 1) Une participation plus importante peut compliquer les discussions en vue d'une opération amicale en créant un climat inutilement agressif. 2) La constitution d'une participation à échelle réduite peut révéler prématurément au marché l'intérêt du soumissionnaire pour la société visée. Cela peut entraîner une hausse du cours des actions de la société visée et, par conséquent, augmenter la contrepartie nécessaire pour mener l'OPA à terme. 3) Les titres acquis dans le cadre d'une participation à échelle réduite ne sont pas pris en compte dans le calcul de certains seuils importants, soit : a) la condition de dépôt minimal de l'OPA; b) le seuil de 90 % requis pour procéder à une acquisition forcée subséquente; et c) le vote de la majorité des porteurs minoritaires requis pour réaliser une opération d'éviction subséquente. 4) Si l'OPA échoue ou n'est finalement pas lancée, cette participation à échelle réduite peut devenir un placement indésirable.
 - Les instruments dérivés peuvent être utilisés dans le cadre d'une participation à échelle réduite, mais ils soulèvent des enjeux complexes qui doivent être gérés avec beaucoup de prudence.
- Les **conventions de dépôt** constituent une solution de rechange à l'accumulation d'une importante participation à échelle réduite. Le marché considère d'ailleurs que la réforme de 2016 du régime canadien des OPA a accru leur utilité dans le contexte des offres non sollicitées, compte tenu du risque d'exécution plus élevé auquel les soumissionnaires sont désormais exposés. Les titres visés par une convention de dépôt sont pris en compte dans le calcul de la condition de dépôt minimal de l'OPA, contrairement aux participations à échelle réduite. Il en va de même pour les seuils applicables à la réalisation d'une opération forcée subséquente d'acquisition ou d'éviction.
- Les recours judiciaires intentés par la société visée peuvent générer une publicité défavorable, ralentir l'élan du soumissionnaire et détourner une partie importante de ses ressources. Ces recours peuvent notamment viser l'insuffisance de l'information publique fournie par le soumissionnaire ou le non-respect des règles d'intégration applicables aux acquisitions de titres effectuées avant l'OPA ou dans le cadre de celle-ci.
- Les **pilules empoisonnées** ont longtemps constitué la mesure de défense la plus fréquemment utilisée en réponse à une OPA non sollicitée. Cependant, les modifications apportées au régime canadien des OPA en 2016 ont toutefois réduit leur utilité. Cela dit, les sociétés ouvertes continuent d'adopter de tels régimes afin de se protéger contre les offres publiques d'achat « rampantes » et de tenter d'encadrer les conventions de dépôt irrévocables.
- Lorsqu'une société visée réalise un **placement privé** pendant une OPA non sollicitée, les autorités en valeurs mobilières chercheront à savoir si l'opération représente manifestement une mesure de défense qui vise, en tout ou en partie, à modifier la dynamique du processus d'offre. Elles tiendront notamment compte de l'existence d'un besoin réel et immédiat de financement ainsi que du fait que l'émission s'inscrit ou non dans une stratégie commerciale légitime et non défensive.
- Le droit des sociétés accorde une grande déférence au jugement d'affaires du conseil d'administration de la société visée tandis que **le droit des valeurs mobilières met l'accent sur le libre choix des actionnaires**. En définitive, ce sont les actionnaires qui doivent pouvoir décider de l'issue d'une OPA non sollicitée.

8. Calendrier indicatif

Voici un calendrier indicatif pour une OPA, compte tenu de la période intégrale de 105 jours :



Personnes-ressources de Fasken

ONTARIO



 **Bradley A. Freelan**
Associé
+1 416 865-4423
bfreelan@fasken.com



 **Zach Austin**
Associé
+1 416 865-4375
zaustin@fasken.com

QUÉBEC



 **Neil Kravitz**
Associé | Cochef, Pratique
transfrontalière et
internationale
+1 514 397-7551
nkravitz@fasken.com



 **Jean Michel Lapierre**
Associé
+1 514 397-7579
jmlapierre@fasken.com

ALBERTA



 **Jason Giborski**
Associé
+1 403 261-6154
jgiborski@fasken.com

COLOMBIE-BRITANNIQUE



 **Georald Ingborg**
Associé
+1 604 631-3225
gingborg@fasken.com

Notre vaste expérience et notre savoir-faire inégalé font de nous un chef de file dans le secteur. Nous agissons couramment comme conseillers dans le cadre des transactions les plus notables au Canada et d'opérations transfrontalières complexes.

Notre groupe Marchés des capitaux, fusions et acquisitions offre aux clients du soutien opérationnel intégré dans de nombreux secteurs d'activité et propose des conseils stratégiques sur tous les aspects liés aux F&A, notamment la négociation des acquisitions et des cessions, les coentreprises, les alliances stratégiques, l'activisme actionnarial et les opérations structurelles contestées. Avec une équipe comptant plus de 100 professionnels et professionnelles, nous pouvons donner suite rapidement et efficacement à toute transaction de F&A de sociétés ouvertes ou fermées, dans n'importe quel secteur et n'importe quel délai, quelle qu'en soit la taille, la portée ou la complexité.

* Les auteurs remercient Paul Blyschak, avocat-conseil et rédacteur en chef de l'ouvrage de Fasken [Private M&A in Canada: Transactions and Litigation \(LexisNexis, 2024\)](#), pour son aide dans la préparation du présent guide.

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**, et inscrivez-vous à notre liste de distribution.



FASKEN

Traçons l'avenir

Fasken Martineau DuMoulin S.E.N.C.R.L., s.r.l.
fasken.com/fr