

FÉVRIER 2014



LE MAINTIEN
ET LE DÉVELOPPEMENT
DES SIÈGES SOCIAUX
AU QUÉBEC

FÉVRIER 2014

LE MAINTIEN
ET LE DÉVELOPPEMENT
DES SIÈGES SOCIAUX
AU QUÉBEC



NOTE

La forme masculine utilisée dans le texte désigne aussi bien les femmes que les hommes. Elle n'est utilisée que pour alléger le texte.

LE MAINTIEN ET LE DÉVELOPPEMENT DES SIÈGES SOCIAUX AU QUÉBEC
Groupe de travail sur la protection des entreprises québécoises

Dépôt légal – Bibliothèque et Archives nationales du Québec
Février 2014
ISBN 978-2-550-69914-9 (Imprimé)
ISBN 978-2-550-69915-6 (PDF)

© Gouvernement du Québec, 2014

TABLE DES MATIÈRES

SOMMAIRE	1
Mandat	1
L'importance des sièges sociaux	1
La vulnérabilité de sièges sociaux	1
Rendre le Québec plus concurrentiel	3
Conclusion.....	4
Recommandations.....	4
Recommandations concernant la Loi sur les sociétés par actions du Québec.....	4
Recommandations relatives aux organismes régissant les valeurs mobilières	5
Le développement et la pérennité des sièges sociaux.....	6
INTRODUCTION	7
Le mandat confié par le gouvernement.....	7
Contexte entourant l'annonce de la mise en place du groupe de travail	8
Limite du mandat	8
Démarche du groupe de travail.....	9
Plan du rapport.....	9
LES SIÈGES SOCIAUX DANS L'ÉCONOMIE DU QUÉBEC	11
Évolution, contribution et essor des sièges sociaux au Québec.....	11
Évolution récente des achats et des ventes impliquant des entreprises publiques québécoises	12
Le profil et l'évolution des sièges sociaux situés au Québec	12
La contribution économique et distinctive des sièges sociaux.....	13
Les facteurs de développement des activités de sièges sociaux et certaines pistes d'amélioration	14

Vulnérabilité des sociétés publiques du Québec	16
Les sièges sociaux vulnérables aux OPA hostiles	16
Les OPA visant des sociétés québécoises.....	17
Tendances récentes des marchés financiers	18
RÉGLEMENTATION RELATIVE AUX OFFRES PUBLIQUES D'ACHAT	21
Environnement juridique des sociétés publiques.....	21
Cadre juridique relatif aux offres publiques d'achat	23
Moyens de défense à la disposition des sociétés par actions	24
Devoirs fiduciaires des administrateurs	25
Le projet des ACVM	28
La proposition de l'Autorité.....	29
Effets des mesures de protection contre les prises de contrôle	31
MESURES DE PROTECTION CONTRE LES OFFRES PUBLIQUES D'ACHAT HOSTILES.....	33
Inclure dans la LSAQ des dispositions interdisant certaines opérations pour les initiateurs d'une OPA hostile (<i>business combination statutes</i>)	33
Inclure dans la LSAQ des dispositions limitant les droits de vote de certains actionnaires lors d'une OPA hostile (<i>control share acquisition statutes</i>).....	34
Inclure dans la LSAQ des dispositions prévoyant une modulation automatique des droits de vote selon les caractéristiques des actionnaires (droit de vote variable)	34
Réviser la LSAQ relativement à l'élection de C. A. échelonné (<i>classified board ou staggered board</i>)	35
Appliquer le principe de réciprocité relativement aux règles corporatives défensives existantes dans le lieu d'incorporation de la société initiatrice d'une OPA hostile.....	36
Définir les règles entourant l'usage des régimes de droits (pilules empoisonnées)	37
Remplacement du Bureau de décision et de révision (BDR) par un tribunal spécialisé en matière de valeurs mobilières.....	37

MESURES FISCALES POUVANT CONTRIBUER À MAINTENIR OU À ATTIRER LES SIÈGES SOCIAUX AU QUÉBEC	39
Les régimes d'achat d'actions par les employés	39
La fiscalité des hauts dirigeants	39
La pérennité des sociétés québécoises	40
GROUPE DE TRAVAIL SUR LA PROTECTION DES ENTREPRISES QUÉBÉCOISES.....	41
L'importance des sièges sociaux	41
La vulnérabilité des sièges sociaux.....	41
Importance de ne pas dévaluer la valeur des sociétés.....	42
Rendre le Québec plus concurrentiel	42
Augmenter la pérennité des sociétés québécoises	43
Augmenter l'intérêt des sociétés pour se constituer ou se continuer en vertu des lois québécoises	44
RECOMMANDATIONS	45
Recommandations concernant la Loi sur les sociétés par actions du Québec.....	45
Recommandations relatives aux organismes régissant les valeurs mobilières.....	46
Le développement et la pérennité des sièges sociaux	46

LETTRE DE TRANSMISSION DU GROUPE DE TRAVAIL

Québec, le 10 février 2014

Monsieur Nicolas Marceau,
Ministre des Finances et de l'Économie

Monsieur le Ministre,

Le 7 juin dernier, vous avez confié au Groupe de travail sur la protection des entreprises québécoises le mandat de vous recommander des mesures qui pourraient permettre aux entreprises du Québec de mieux se protéger contre des prises de contrôle non souhaitées ainsi que des mesures qui pourraient favoriser le maintien et le développement des sièges sociaux au Québec.

Au terme de ses rencontres, de ses analyses et réflexions, le Groupe de travail sur la protection des entreprises québécoises a le plaisir de vous transmettre un rapport adopté unanimement par ses membres.

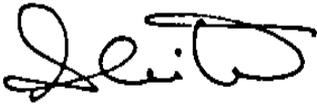
Le groupe de travail vous remercie pour la confiance que vous lui avez témoignée. Il remercie également toutes les personnes qui ont accepté de participer aux consultations ainsi que les experts, dont les travaux ont alimenté sa réflexion. Il tient aussi à souligner le soutien du ministère des Finances et de l'Économie et de l'Autorité des marchés financiers à ses travaux et à la rédaction de ce rapport. Nous espérons avoir pu apporter des recommandations constructives et prometteuses en réponse au mandat qui nous a été confié.

Le président du Groupe de travail sur la protection des entreprises québécoises,



Claude Séguin
Vice-président principal
Développement de l'entreprise
et investissements stratégiques chez CGI

Les membres du Groupe de travail,



Raymonde Crête
Professeure, avocate et
directrice du Groupe de recherche
en droit des services financiers
Faculté de droit, Université Laval



Andrew Molson
Vice-président du conseil
d'administration
Molson Coors Brewing Company



André Dion
F.C.P.A., ancien président et
chef de la direction
RONA et Unibroue



Éric Morisset
Président délégué
Direction du Québec
Groupe Banque TD
Chef de groupe
Financement des sociétés, Québec
Valeurs mobilières TD Inc.



Monique Jérôme-Forget
Conseillère spéciale
Osler & Harcourt, S.E.N.C.R.L., s.r.l.
et ex-ministre des Finances
du Québec



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



Michel Leblanc
Président et chef de la direction
Chambre de commerce
du Montréal Métropolitain

SOMMAIRE

MANDAT

Le 7 juin 2013, le ministre des Finances et de l'Économie, M. Nicolas Marceau, annonçait la création du Groupe de travail sur la protection des entreprises québécoises. Le groupe de travail avait pour mandat de lui recommander des mesures qui pourraient permettre aux entreprises du Québec de mieux se protéger contre des prises de contrôle non souhaitées ainsi que des mesures qui pourraient favoriser le maintien et le développement des sièges sociaux au Québec.

Dans le cadre de ce mandat, il convenait de bien illustrer l'importance économique et sociale des sièges sociaux établis au Québec.

L'IMPORTANCE DES SIÈGES SOCIAUX

En 2011, on comptait au Québec quelque 578 sièges sociaux. Globalement, ils ont généré plus de 5 milliards de dollars en activité économique. Plus de 400 de ces sièges sociaux sont établis dans la région de Montréal et emploient directement plus de 42 000 personnes, sur un total de 50 000 au Québec, ainsi que la grande majorité des 20 000 emplois chez des fournisseurs et entreprises spécialisées, notamment dans les services comptables, financiers, juridiques, informatiques et de télécommunications. Réunissant les plus hauts dirigeants de l'entreprise, ils consentent des rémunérations deux fois plus élevées que la moyenne des salaires au Québec.

Les sièges sociaux attirent une grande variété de services spécialisés dont la présence contribue à attirer d'autres sièges sociaux. Ils contribuent également à l'accroissement du parc immobilier commercial et stimulent les activités des hôtels, des restaurants et du divertissement. En outre, ils permettent à Montréal de bénéficier de plus de liaisons aériennes directes que ce que permettrait son seul bassin de population.

Les sièges sociaux ont aussi un impact considérable sur les milieux caritatif et culturel par leur apport financier et la participation de leur personnel.

Bref, les sièges sociaux apportent une contribution économique et sociale considérable, et leur maintien et leur développement sur le territoire québécois apparaissent aux membres du groupe de travail d'une importance capitale pour le bien-être et la prospérité des québécois.

LA VULNÉRABILITÉ DE SIÈGES SOCIAUX

La plupart des sociétés qui maintiennent un siège social important au Québec sont cotées en bourse. La transformation en sociétés publiques confère des avantages appréciables en permettant notamment de lever les capitaux requis pour leur développement, mais apporte aussi des contraintes. Notamment, les sociétés publiques sont susceptibles de faire l'objet d'offres d'achat non sollicitées ou hostiles, mais qu'une majorité d'actionnaires pourrait vouloir accepter. Contrairement à ce que l'on retrouve dans plusieurs États en Amérique du Nord,

les lois, règlements et directives en vigueur non seulement au Québec mais aussi dans l'ensemble du Canada laissent plus largement cours aux offres publiques d'achat (OPA), même hostiles. Les conseils d'administration des sociétés visées ont peu de marge de manœuvre pour s'y opposer lorsqu'ils le jugent à propos.

Certains fondateurs de sociétés devenues publiques se sont prémunis contre des prises de contrôle hostiles en maintenant suffisamment de droits de vote pour en conserver le contrôle, souvent par l'entremise d'actions à droit de vote multiple. Ces stratégies ont cependant leurs limites, et les besoins de capitaux amènent souvent les fondateurs à abandonner ce contrôle.

Le groupe de travail est d'avis que trop de sièges sociaux sont vulnérables aux offres publiques d'achat, alléchantes à court terme pour les actionnaires, mais qui provoqueraient des pertes économiques importantes pour le Québec. Il recommande donc que des moyens additionnels soient donnés aux sociétés publiques et à leur conseil d'administration pour contrer une offre publique d'achat qu'ils considèrent à l'encontre des intérêts de la société, notamment quant à sa pérennité.

C'est dans ce contexte que le groupe de travail recommande au ministre des Finances et de l'Économie des mesures qui permettraient aux sociétés constituées en vertu de la loi québécoise de mieux se défendre contre une offre d'achat hostile dans la mesure où elles souhaiteraient le faire. Ce « coffre à outils » pour les sociétés publiques qui s'en prévaudront vise à rendre incontournable l'obtention de l'assentiment du conseil d'administration de la société visée par une offre d'achat.

Dans un premier temps, en prenant exemple sur certaines lois européennes, le groupe de travail propose de donner le choix aux sociétés qui le souhaitent d'inclure dans leurs statuts un droit de vote variable en fonction de la durée de détention des actions. Cette mesure vise à donner un plus grand poids décisionnel aux actionnaires ayant des intérêts à long terme dans les sociétés visées.

Le groupe suggère également de modifier la Loi sur les sociétés par actions du Québec (RLRQ, chapitre S-31.1) (LSAQ) afin d'y inclure des dispositions permettant l'interdiction de certaines opérations pour les sociétés faisant l'objet d'une OPA non approuvée par le conseil d'administration. Ces nouvelles dispositions, inspirées des lois américaines, pourraient décourager les acquéreurs potentiels de faire des offres sans le consentement préalable du conseil d'administration des sociétés visées.

Ces deux premières séries de dispositions seraient alors applicables à toute entité constituée au Québec susceptible de faire un appel public à l'épargne et de faire l'objet d'une offre d'achat hostile. Le groupe recommande donc de donner les mêmes outils aux entités émettrices régies par le Code civil du Québec (CCQ 1991) telles que certaines fiducies.

Le groupe de travail croit aussi nécessaire de recommander une restructuration du Bureau de décision et de révision afin que celui-ci devienne un tribunal administratif spécialisé composé de juges de la Cour du Québec. Cette mesure aurait pour effet d'augmenter la perception de la qualité des décisions rendues par les instances juridictionnelles du Québec en matière de valeurs mobilières, ce qui devrait contribuer à accroître l'intérêt des firmes à établir leurs sièges sociaux au Québec.

Évidemment, ces recommandations seraient encore plus efficaces si elles s'accompagnaient d'une révision fondamentale des directives que les autorités canadiennes en valeurs mobilières appliquent notamment sur les régimes de droits qu'un conseil d'administration peut mettre en place pour défendre la société contre une offre non désirée. L'Autorité des marchés financiers du Québec (Autorité) a fait au cours de la dernière année des propositions constructives à cet effet qui permettraient aux sociétés qui font l'objet d'une offre d'achat hostile d'avoir accès à des moyens de défense que la plupart des sociétés américaines peuvent utiliser. Le groupe de travail appuie fortement la position de l'Autorité et recommande au ministre des Finances et de l'Économie d'examiner les changements législatifs ou réglementaires qui pourraient faciliter la mise en œuvre des propositions de l'Autorité des marchés financiers.

RENDRE LE QUÉBEC PLUS CONCURRENTIEL

Le groupe de travail est conscient que la perte des sièges sociaux ne provient pas seulement des prises de contrôle non souhaitées. Lorsqu'un siège social quitte le Québec parce la direction de la société, avec l'accord de son conseil d'administration, croit que l'environnement économique et social des sociétés n'y est pas favorable, que la fiscalité n'y est pas concurrentielle ou que, tout simplement, elle en arrive à la conclusion qu'il vaut mieux vendre, cette perte est tout aussi dommageable pour l'économie de la province. C'est pourquoi le groupe de travail a cru bon de recommander trois mesures fiscales qui, si elles étaient adoptées, changeraient considérablement l'environnement dans lequel les sièges sociaux du Québec évoluent.

Le premier élément vise à rendre fiscalement plus favorable l'achat d'actions d'une société par ses employés. Non seulement ceux-ci en deviendraient des propriétaires, mais, au fil des ans, l'actionnariat des employés pourrait s'avérer une arme utile contre une offre d'achat hostile.

La deuxième recommandation fiscale visant à revoir le traitement fiscal des gains obtenus par l'intermédiaire des options d'achat d'actions permettrait au Québec de redevenir concurrentiel au chapitre de la fiscalité s'appliquant aux hauts dirigeants d'entreprises qui, normalement, résident là où le siège social est situé. La situation actuelle rend difficile le recrutement de hauts dirigeants de l'extérieur du Québec et incite fortement ceux qui y résident à s'installer ailleurs. Une telle situation diminue grandement l'impact économique de nos sièges sociaux et ne favorise pas leur développement.

En troisième lieu, le groupe de travail recommande au ministre de modifier l'application des lois fiscales lors du décès d'un actionnaire détenant le contrôle d'une société. L'application du régime fiscal actuel fait en sorte que des impôts importants sont exigibles au décès de ces actionnaires même si les actions ne sont pas vendues, ce qui peut provoquer la mise en vente de l'entreprise pour acquitter ces impôts. Cette imposition pourrait être reportée, comme dans plusieurs États européens, ou chez nous, dans le domaine agricole, tant que la propriété de l'entreprise est conservée par les héritiers. La propriété québécoise des entreprises pourrait être ainsi maintenue pendant plusieurs générations.

Finalement, il est recommandé au ministre de réévaluer les ressources financières mises à la disposition des fonds d'investissement au Québec, y compris ceux qui bénéficient d'aides fiscales, de même que les contraintes d'investissement qui s'y appliquent, afin que ces fonds soient plus en mesure de participer à la transmission de la propriété des entreprises à une relève québécoise.

CONCLUSION

Le groupe de travail est conscient qu'il n'a pu en quelques mois approfondir chacune des recommandations dans leurs moindres détails et qu'elles requièrent encore du travail pour s'assurer qu'elles pourront s'appliquer avec toute l'efficacité souhaitée. Ensemble, elles pourraient mettre à la disposition des sociétés du Québec un « coffre à outils » suffisamment garni pour permettre aux conseils d'administration des sociétés du Québec de prendre la décision qu'ils considèrent être dans le meilleur intérêt à long terme de l'entreprise. Elles pourraient aussi intéresser encore plus de sociétés à se constituer ou à se continuer au Québec, à s'y établir et à s'y développer. Un Québec accueillant pour les hauts dirigeants est un gage du maintien au Québec des sièges sociaux et de l'accroissement de leur impact économique et social sur la société québécoise.

RECOMMANDATIONS

Le groupe de travail souhaite donc faire au ministre des Finances et de l'Économie les recommandations suivantes relativement à la protection des sièges sociaux du Québec.

Recommandations concernant la Loi sur les sociétés par actions du Québec

1. Modifier la LSAQ afin de rendre possible l'adoption d'un droit de vote variable en fonction de la durée de détention des actions de sociétés. La formule d'application proposée est la suivante :
 - les actions avec droit de vote de la société pourront comporter un droit de vote additionnel lorsque le propriétaire véritable en sera détenteur depuis deux ans ou plus.
 - La mesure prévue pourra être introduite aux statuts de constitution de la société.
 - La mesure prévue pourra aussi être introduite aux statuts de la société subséquemment à sa constitution ou être retirée en tout temps par résolution spéciale des actionnaires, auxquels cas les actionnaires pourront exercer leurs droits habituels.

2. Modifier la LSAQ afin de permettre l'adoption de dispositions interdisant certaines opérations pour les sociétés faisant l'objet d'une OPA non approuvée par le conseil d'administration. La formule d'application proposée serait la suivante :
 - une fusion ou autre regroupement des actifs de la société avec ceux de l'offrant ou une vente importante d'actifs représentant 15 % de la société sont interdits pendant 5 ans;
 - l'offrant doit remettre à la société les profits réalisés dans les 24 mois suivant l'OPA lors de la revente de titres de la société acquis au cours des 12 mois précédant le lancement de l'OPA;
 - la révocation du mandat en cours d'un administrateur (d'une durée maximale de trois ans) ne pourra s'effectuer avant la fin de son terme;
 - l'offrant ne pourra pas exercer son droit de vote pour les actions qu'il détiendra suivant le lancement de l'OPA. Cette mesure s'appliquera jusqu'à ce que les autres actionnaires, à l'exclusion des administrateurs et des dirigeants-actionnaires, adoptent une résolution aux deux tiers des voix, redonnant ces droits de vote à l'initiateur d'une OPA et aux personnes qui lui sont liées;
 - les mesures prévues ci-haut pourront être introduites aux statuts de constitution de la société;
 - les mesures prévues ci-haut pourront aussi être introduites aux statuts de la société subséquemment à sa constitution ou être retirées en tout temps par résolution spéciale des actionnaires, auxquels cas les actionnaires pourront exercer leurs droits habituels.
3. Des mesures similaires à celles prévues aux recommandations 1 et 2 devraient être applicables à toutes entités constituées au Québec susceptibles de faire un appel public à l'épargne et de faire l'objet d'une offre d'achat hostile. Ainsi, elles devraient être applicables aux entités émettrices régies par le Code civil du Québec telles que certaines fiducies.

Recommandations relatives aux organismes régissant les valeurs mobilières

4. Le groupe de travail appuie la proposition de l'Autorité des marchés financiers qui vise à permettre aux conseils d'administration des sociétés qui font l'objet d'une OPA hostile d'exercer pleinement leurs devoirs fiduciaires, et est d'avis que cette proposition, dans la mesure où elle est appliquée à l'ensemble des entreprises cotées en bourse qui sont des émetteurs assujettis au Canada, est de nature à rétablir l'équilibre entre l'initiateur d'une OPA non sollicitée et la société visée. Dans cette perspective, le groupe de travail recommande que le ministre des Finances et de l'Économie détermine si des changements de nature législative ou réglementaire pourraient faciliter une telle mise en œuvre de la proposition de l'Autorité.

5. Transformer le Bureau de décision et de révision en un tribunal administratif spécialisé composé de juges de la Cour du Québec. La structure de ce tribunal pourrait s'inspirer du Tribunal des professions.

Le développement et la pérennité des sièges sociaux

6. Prévoir un traitement fiscal plus avantageux favorisant la détention d'actions par les employés de sociétés cotées en bourse en reportant l'imposition des employés au moment de la vente des actions plutôt qu'au moment de leur acquisition.
7. Accorder un traitement fiscal des gains sur options d'achat d'actions plus favorable qu'ailleurs au Canada afin de maximiser le développement des sièges sociaux et la venue et la rétention des hauts dirigeants au Québec ou, à tout le moins harmoniser ce traitement avec les autres provinces canadiennes.
8. Réévaluer le régime d'imposition du Québec pour permettre aux propriétaires et aux actionnaires importants d'une entreprise de reporter l'imposition du gain lors de la transmission de la propriété de la société à une autre génération et introduire une mesure permettant aux fiducies familiales de reporter la réalisation du gain attribuable à leur participation importante dans une entreprise au moment de la vente plutôt que tous les 21 ans, tant que l'entreprise demeure active.
9. Favoriser la participation financière et opérationnelle des fonds d'investissement québécois afin de faciliter la transmission des sociétés du Québec vers une relève québécoise et, en conséquence, examiner les changements législatifs et réglementaires qui pourraient être requis.

INTRODUCTION

Le 7 juin 2013, le ministre des Finances et de l'Économie, M. Nicolas Marceau, annonçait la création du Groupe de travail sur la protection des entreprises québécoises afin que celui-ci se penche sur les mesures à mettre en place afin de permettre aux entreprises québécoises de mieux se protéger contre des prises de contrôle non souhaitées ou hostiles et de favoriser le maintien des sièges sociaux au Québec.

LE MANDAT CONFIE PAR LE GOUVERNEMENT

Le groupe de travail s'est vu confier le mandat :

- d'examiner l'encadrement légal permettant de mieux assurer le maintien des centres de décision et le développement des affaires au Québec;
- d'étudier les différentes mesures défensives en vigueur dans les États américains et ailleurs dans le monde;
- d'aborder la nature, l'envergure et l'impact à moyen et à long terme des mesures favorisant le maintien des sièges sociaux;
- d'examiner la question de l'intervention des conseils d'administration et du libre exercice de leur devoir fiduciaire lors d'offres d'achat non sollicitées;
- de soumettre des propositions de modifications législatives qui permettraient aux entreprises québécoises de mieux se protéger contre des prises de contrôle non souhaitées et de favoriser le maintien des sièges sociaux au Québec.

La présidence du groupe de travail a été assumée par M. Claude Séguin, vice-président principal, Développement de l'entreprise et investissements stratégiques chez CGI.

Le président était appuyé par sept membres bénéficiant d'expertises diverses, soit :

- M^e Raymonde Crête, professeure, avocate et directrice du Groupe de recherche en droit des services financiers à la Faculté de droit de l'Université Laval;
- M. André Dion, FCPA, FCA, ancien président et chef de la direction de RONA et d'Unibroue;
- M^{me} Monique Jérôme-Forget, conseillère spéciale chez Osler, Hoskin & Harcourt, S.E.N.C.R.L/s.r.l. et ex-ministre des Finances du Québec;
- M. Michel Leblanc, président et chef de la direction de la Chambre de commerce du Montréal métropolitain;

- M. Andrew Molson, vice-président du conseil d'administration de Molson Coors Brewing Company;
- M. Éric Morisset, Président délégué, Direction du Québec, Groupe Banque TD, Chef de groupe, Financement des sociétés, Québec, Valeurs mobilières TD Inc.;
- M^e Robert Paré, associé principal chez Fasken Martineau DuMoulin, S.E.N.C.R.L, s.r.l.

CONTEXTE ENTOURANT L'ANNONCE DE LA MISE EN PLACE DU GROUPE DE TRAVAIL

La question des mesures de protection contre les prises de contrôle non souhaitées a pris une importance particulière au cours de l'été 2012 lorsque la compagnie américaine Lowe's a fait part au conseil d'administration du quincaillier RONA de son intention d'acquérir la compagnie.

Même si Lowe's n'a pas donné suite à son projet d'acquisition, cet épisode a mis en lumière la vulnérabilité de plusieurs entreprises considérées comme des fleurons québécois face à des propositions d'acquisition non souhaitées.

Certains observateurs au Québec ont alors suggéré que le gouvernement s'inspire de la réglementation en vigueur aux États-Unis afin d'améliorer les protections des entreprises publiques¹ québécoises contre les offres d'achat hostiles.

Au moment de l'annonce de la formation du Groupe de travail sur la protection des entreprises québécoises, l'Autorité des marchés financiers (Autorité), de concert avec les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM), procédait à des consultations sur un projet de modification de la réglementation applicable aux offres publiques d'achat et aux régimes de droits afin qu'elle réponde mieux aux réalités actuelles des marchés (projet ACVM).

Parallèlement, l'Autorité publiait, aux fins de consultation, sa propre proposition visant des modifications plus substantielles à l'ensemble de la réglementation applicable aux offres publiques d'achat (proposition de l'Autorité).

LIMITE DU MANDAT

Le gouvernement, soucieux d'assurer le maintien et le développement de sièges sociaux au Québec tout en soutenant une économie ouverte et accueillante pour les investissements, a confié au groupe de travail le mandat de déterminer les mesures appropriées pour donner des moyens de défense plus efficaces aux entreprises québécoises visées par les offres publiques d'achat non souhaitées. En raison de ce mandat, les recommandations du groupe de travail sont d'abord

¹ Dans le cadre du présent rapport, les termes « entreprises », « sociétés » et « firmes publiques » réfèrent aux sociétés du secteur privé dont les actions ont été offertes sur les marchés boursiers dans le cadre d'un appel public à l'épargne. On peut également se référer à la notion d'émetteur assujéti en vertu des lois sur les valeurs mobilières (voir la section « Quelques caractéristiques des sociétés publiques »).

orientées vers la problématique de la vulnérabilité des entreprises dans le contexte particulier des offres publiques d'achat (OPA) non souhaitées.

Le groupe de travail est d'avis toutefois que la problématique d'attraction et de rétention des sièges sociaux est beaucoup plus large que la seule question des offres publiques d'achat. Il a donc inclus quelques observations et suggestions relativement à diverses mesures économiques pouvant, à son avis, contribuer à l'essor des sièges sociaux au Québec.

DÉMARCHE DU GROUPE DE TRAVAIL

Dans sa démarche visant à rédiger un rapport concis et éclairé, le groupe de travail a pu bénéficier, en plus de l'expérience professionnelle de ses membres, de l'appui de collaborateurs et de professionnels chevronnés et de l'analyse d'un grand nombre d'études, d'articles, de commentaires et d'opinions.

Afin d'obtenir un éclairage particulier sur certains aspects du mandat, le groupe de travail a commandé quelques études supplémentaires, notamment sur l'importance des sièges sociaux au Québec, sur les mesures de protection appliquées ailleurs dans le monde et sur les effets économiques que peuvent avoir ces mesures sur la valeur des entreprises.

Le groupe de travail a aussi tenu des consultations auprès de gens d'affaires, d'économistes, de juristes, de financiers, de représentants d'organismes qui s'intéressent à la gouvernance, d'investisseurs institutionnels et de dirigeants ou d'administrateurs de société. Ces consultations ont porté sur les enjeux liés au contrôle des entreprises québécoises et à la pérennité des sièges sociaux, notamment lorsque survient une offre publique d'achat non sollicitée.

Le rapport s'appuie sur ces études et consultations.

PLAN DU RAPPORT

Ce rapport rend compte brièvement de l'apport économique et social des sièges sociaux au Québec et dresse un portrait global des acquisitions d'entreprises impliquant des sociétés du Québec.

Le rapport identifie ensuite les sociétés plus vulnérables aux OPA hostiles et les risques de perdre un siège social dès qu'une société est visée par une OPA.

Le rapport fait alors un bref survol des considérations juridiques et économiques qui ont particulièrement retenu l'attention des membres du groupe de travail.

Après quoi, le rapport présente les différentes mesures de protection envisagées, accompagnées, dans certain cas, des commentaires du groupe de travail.

Le rapport conclut par la présentation du point de vue du groupe de travail, suivi des recommandations au ministre des Finances et de l'Économie.

LES SIÈGES SOCIAUX DANS L'ÉCONOMIE DU QUÉBEC

Depuis plusieurs années, il existe une perception que le Québec perd ses sièges sociaux, dont la propriété et les activités sont peu à peu transférées hors Québec. Cette perte progressive de contrôle de nos entreprises se ferait parfois par l'entremise de transactions privées faisant peu de bruit et d'autres fois par l'intermédiaire de transactions ayant plus de visibilité.

Même si les offres publiques d'achat hostiles de firmes étrangères visant des sociétés québécoises ne sont pas très fréquentes – en fait, il n'y en a eu que sept au cours des douze dernières années – elles entrent sans nul doute dans la catégorie des transactions ayant beaucoup de visibilité. Ce grand intérêt médiatique a notamment pu être constaté lorsque la société américaine Lowe's a manifesté son intention de faire l'acquisition de la société RONA, considérée depuis longtemps comme une des grandes entreprises du Québec. La perspective de perdre le contrôle de cette entreprise a alors soulevé une multitude de questions sur la capacité du Québec de créer, d'attirer et surtout de maintenir des sièges sociaux sur son territoire.

Si la question relative à la protection des sièges sociaux dans le cadre d'offres publiques d'achat hostiles ne représente possiblement que l'un des aspects de la problématique du maintien de centres décisionnels d'entreprises au Québec, il en est certainement l'un des aspects les plus visibles et il est important d'y apporter une attention particulière. Dans un milieu d'affaires qui évolue de plus en plus dans un contexte international, la perception des caractéristiques économiques, sociales et juridiques des différentes terres d'accueil pour les entreprises constitue sans doute un élément clé pour promouvoir le Québec comme destination de choix.

Dans le contexte d'une forte concurrence entre les États, il est donc capital de bien comprendre l'ensemble des éléments qui entrent en jeu afin de maximiser la capacité du Québec à développer, à attirer et à maintenir des sièges sociaux avec leurs centres de décision et leurs retombées économiques. Mais, pour cela, il faut d'abord établir un portrait global de la situation actuelle du Québec et de la tendance des dernières années.

ÉVOLUTION, CONTRIBUTION ET ESSOR DES SIÈGES SOCIAUX AU QUÉBEC

Afin d'alimenter sa réflexion sur le mandat qui lui a été confié, le groupe de travail a demandé à la firme KPMG-SECOR, cabinet indépendant de services-conseils en gestion stratégique, de réaliser un portrait de l'évolution des fusions et acquisitions touchant les entreprises québécoises et de l'évolution des sièges décisionnels localisés au Québec, ainsi qu'une revue et, dans la mesure du possible, une quantification des divers types d'avantages qui sont rattachés à la présence des sièges sociaux. Nous présentons ici les principaux résultats de cette étude².

² SECOR-KPMG, *Les sièges sociaux au Québec – Leur évolution, leur contribution et leur expansion, Présentation du rapport d'analyse réalisée pour le Groupe de travail sur la protection des entreprises québécoises*, 7 novembre 2013.

Évolution récente des achats et des ventes impliquant des entreprises publiques québécoises

Afin de faire son analyse de l'évolution récente des achats et ventes impliquant des entreprises publiques québécoises, la firme KPMG-SECOR a d'abord examiné toutes les transactions de plus de 1 million de dollars entre janvier 2001 et juillet 2013³.

L'analyse montre notamment que si l'on considère les transactions d'achat et de vente d'entreprises et de divisions d'entreprises, le solde en ce qui a trait à la valeur des actifs est équilibré⁴.

Parmi les 671 transactions recensées pour cette étude couvrant la période de janvier 2001 à juillet 2013, à peine 2 % de ces offres d'achat peuvent être considérées comme étant non souhaitées ou hostiles. Cela représente en tout quatorze transactions, parmi lesquelles sept ont été initiées par des firmes québécoises. Sur les sept tentatives d'acquisition non souhaitée de firmes québécoises par des firmes étrangères, aucune n'a été menée à terme par l'initiateur. Dans trois de ces cas cependant, l'OPA hostile a ultimement mené à la vente la société⁵.

Le profil et l'évolution des sièges sociaux situés au Québec

Dans le contexte de l'étude de KPMG-SECOR, le terme « siège social » est défini comme étant l'établissement d'une entreprise dont l'activité principale consiste à fournir à ses établissements affiliés des services de gestion générale ou de soutien administratif. L'analyse présentée dans l'étude se concentre alors sur le nombre et l'évolution des sièges sociaux d'entreprises publiques et privées, nationaux et étrangers, présents au Québec et au Canada. Les informations colligées proviennent essentiellement des données officielles de Statistique Canada, du registre des entreprises et du FP500⁶.

L'étude de KPMG-SECOR révèle qu'en 2011, le Québec comptait 578 sièges sociaux qui employaient directement 51 276 personnes et, indirectement, chez les fournisseurs de ces sièges sociaux, près de 20 000 emplois. L'impact sur Montréal est considérable puisque plus de 400 de ces sièges sociaux y sont établis et que 42 000 emplois leur sont directement liés. La région de Montréal accueille plus de 70 % de ces établissements, la région de Québec suit avec 10 %. Dans les deux régions, on compte une moyenne de 104 emplois par siège social.

Par rapport à l'ensemble du pays, le Québec compte 20 % des sièges sociaux recensés. Cette proportion correspond au poids économique du Québec dans le

³ Les transactions analysées sont tirées de la banque de données de l'agence Bloomberg. Aucun ajustement n'a été fait aux données québécoises afin de faire l'analyse comparée des provinces canadiennes entre elles.

⁴ Solde net positif de 0,5 milliard de dollars.

⁵ Il s'agit des cas suivants : en 2007, une OPA non sollicitée d'Alcoa a mené à la vente d'Alcan à Rio Tinto; en 2004, une OPA non sollicitée de Telus a mené à la vente de Microcell à Rogers; en 2009, une OPA non sollicitée de Ressources Noront a mené à la vente de Ressources Freewest Canada à Cliffs Ressources naturelles.

⁶ Liste des 500 plus grandes entreprises canadiennes selon le *Financial Post*.

Canada. Cela confère à la province le second rang pour le nombre de sièges sociaux⁷, d'emplois qui en découlent⁸ et d'emplois par siège social⁹.

La contribution économique et distinctive des sièges sociaux

Cinq grands types d'avantages économiques peuvent être associés aux activités des sièges sociaux.

1. Les sièges sociaux se distinguent par la qualité des emplois offerts puisqu'ils emploient une proportion importante de personnes hautement qualifiées avec des postes bien rémunérés, soit environ le double de la rémunération moyenne canadienne.
2. Afin d'appuyer leurs activités de fonctionnement, les sièges sociaux ont besoin d'une multitude de firmes de services professionnels spécialisés, contribuant ainsi au développement de ces dernières. À l'inverse, la présence de ces firmes, qui fournissent également des emplois à rémunérations élevées, contribue de façon importante à l'attrait et à la rétention des sièges sociaux.
3. La concentration de sièges sociaux dans une agglomération lui confère du prestige et amène des visiteurs d'affaires, ce qui se traduit entre autres par une augmentation et une amélioration du parc immobilier commercial et par une stimulation des activités d'hébergement, de restauration et de divertissement.
4. La présence de sièges sociaux peut stimuler ou stabiliser d'autres opérations locales de l'entreprise. Par exemple, une partie des activités de recherche et développement sont souvent localisées près du siège social, et, lors d'une restructuration de l'entreprise, les opérations locales seront généralement moins affectées.
5. Les sièges sociaux ont aussi un impact considérable sur le milieu caritatif de leur région puisqu'ils supportent financièrement plusieurs organismes, tant dans les domaines de la culture et du sport que dans la santé et les services sociaux, et encouragent la participation et le bénévolat de leurs employés. L'importance de la combinaison de dons d'entreprises et d'employés de celles-ci s'explique notamment par une concentration des dons de certaines entreprises dans la communauté hôte de leur siège social, par le lieu de naissance, d'apprentissage et de retraite des dirigeants ou fondateurs, et par un retour à la communauté hôte pour les succès obtenus.

En somme, en 2011, les sièges sociaux ont généré plus de 70 000 emplois au Québec. Pour chaque emploi de fonction corporative, 3,5 emplois additionnels ont été générés pour les services de soutien administratif interne (services partagés ou autres) et près de 2 autres pour les fournisseurs externes.

Globalement, les activités des sièges sociaux ont entraîné une création de richesse de 5,1 milliards de dollars en 2011, soit plus de 3,6 milliards de dollars

⁷ Deuxième derrière l'Ontario.

⁸ Deuxième derrière l'Ontario.

⁹ Deuxième derrière l'Alberta.

provenant directement des activités au siège social et plus de 1,5 milliard de dollars découlant des achats auprès de fournisseurs québécois, tels que les services comptables, financiers, juridiques, informatiques et de télécommunications.

Généralement, lorsqu'une entreprise québécoise acquiert d'autres entreprises, on constate : l'ajout de nouvelles fonctions de gestion au siège social; la mise en place ou l'extension des services partagés localisés au Québec couvrant des fonctions financières, de ressources humaines ou d'informatique; l'augmentation des activités de support administratif réalisées à partir du Québec; la concentration des achats de biens et services auprès d'autres firmes québécoises.

En contrepartie, lorsqu'une entreprise québécoise est acquise, on constate : une diminution du nombre d'emplois suite à la transformation du rôle du siège social; l'élimination des activités de services partagés en matière financière; la réduction du nombre et du volume de produits québécois distribués par l'entreprise; la diminution de l'achat de services professionnels auprès de fournisseurs québécois.

Cette partie de l'étude confirme le rôle primordial des sièges sociaux pour l'économie du Québec et l'impact que peut avoir leur disparition sur l'économie québécoise.

Les facteurs de développement des activités de sièges sociaux et certaines pistes d'amélioration

En se basant sur les expériences de la firme KPMG-SECOR, sur des recherches secondaires et des entrevues réalisées auprès de dirigeants d'entreprise, la présente section établit les principaux facteurs influençant les activités de sièges sociaux et esquisse certaines pistes d'amélioration pertinentes à la situation québécoise.

Il faut d'abord comprendre que la mission fondamentale d'un siège social est de créer de la valeur dans les établissements qu'il gouverne. Sa configuration, son choix de localisation et ses décisions sont donc subordonnés à cet objectif.

Sa performance sera directement tributaire des personnes qui y travaillent, de l'accès à des services externes de qualité et de sa capacité d'être en interaction constante avec les entités gouvernées, d'où l'importance d'un milieu comportant des infrastructures adéquates, des ressources humaines et des fournisseurs clés.

Les principaux critères de localisation d'une société peuvent généralement être répartis selon leurs effets recherchés sur deux grandes dimensions des activités d'un siège décisionnel, soit les effets sur la qualité de la direction de l'entreprise et les effets sur le contrôle des coûts d'exploitation.

On accorde généralement une plus grande importance à la dimension relative à la qualité de la gouvernance. Celle-ci dépend alors de la capacité d'embaucher localement ou d'attirer des ressources humaines de premier plan, de l'intégration aux grands réseaux d'affaires, de la facilité d'accès aux services externes stratégiques, de la qualité des infrastructures de télécommunications et de l'accessibilité par transport aérien. Quant à elle, la dimension relative au contrôle des coûts touche essentiellement aux coûts généraux après taxes, à la fiscalité des entreprises, à la facilité de fonctionnement, incluant les aspects

réglementaires, et le soutien des administrations publiques, tant sur le plan économique que sur le plan politique.

Dans cette recherche du lieu d'implantation optimal, l'importance de l'accessibilité de la main-d'œuvre qualifiée est telle que les entreprises doivent d'abord et avant tout considérer le point de vue des employés, tant pour la qualité globale des postes que pour la rémunération réelle offerte. Par exemple, les facteurs déterminants de la qualité du poste peuvent inclure les perspectives d'avancement, l'intégration professionnelle, l'intégration familiale et la qualité de vie générale. La rémunération réelle dépendra essentiellement de la rémunération brute, de la fiscalité des particuliers et du coût de la vie.

Que l'on considère le point de vue de l'entreprise ou de sa main-d'œuvre qualifiée, la réputation et les perceptions entourant une ville ou une région s'apparentent beaucoup à une marque de commerce et contribuent fortement à ce que cette ville ou cette région soit considérée ou écartée de la liste des sites privilégiés pour y installer un siège social. Ces perceptions sont souvent déterminantes et généralement longues à modifier.

Évidemment, plusieurs autres causes peuvent expliquer le déplacement d'un siège social. Les quatre principales sont les suivantes :

1. un choc externe déterminant pour l'entreprise, tel qu'une modification importante à la structure de l'actionariat ou un achat par une entreprise étrangère;
2. une modification majeure de l'environnement d'affaires de la firme, comme un déplacement géographique ou sectoriel des marchés ou un déplacement important du centre de gravité des activités exercées par la société;
3. une détérioration très significative des conditions locales, notamment de la situation économique locale ou des difficultés croissantes pour embaucher et retenir le personnel clé requis;
4. une stratégie de positionnement de la firme qui peut parfois impliquer le déplacement du siège social comme signal de repositionnement stratégique, de sa forte croissance, ou encore d'une fusion ou d'une acquisition importante.

Depuis plusieurs années, le phénomène de mobilité accrue des individus et des entreprises continue de s'accroître. Puisque la création de richesse d'une petite économie ouverte dépend principalement de ses ressources humaines et de la capacité de ses entreprises à développer leur présence sur les marchés étrangers, le Québec doit s'assurer de pouvoir attirer et garder les talents sur son territoire et faciliter l'internationalisation des entreprises qui y sont localisées.

À ce titre, il appert que les avantages naturels du Québec se sont amenuisés, notamment sur le plan de la démographie, de l'énergie et des ressources naturelles. En même temps, les régions concurrentes au Québec ont réussi à réduire l'écart qui pouvait exister en regard de plusieurs autres avantages du Québec acquis au fil du temps, tels que la qualité de vie, le soutien aux entreprises et le soutien aux grappes industrielles. Cette plus grande convergence accentue l'effet négatif de faiblesses, réelles ou perçues. Il est alors important d'atténuer les

faiblesses, de développer des avantages compensatoires et de mieux gérer les perceptions à l'égard des caractéristiques du Québec.

Parmi les pistes d'amélioration suggérées par les personnes consultées, plusieurs ont insisté sur le renforcement global de l'économie québécoise comme condition de base de succès. Cela peut notamment passer par le renforcement de l'investissement en éducation, la poursuite du développement des forces du Québec, la facilitation de l'expansion et de l'internationalisation des entreprises, la rétention des étudiants étrangers, la stimulation accrue de l'entrepreneuriat et une approche globalement axée sur le développement économique.

Plus particulièrement, le maintien d'une fiscalité des particuliers concurrentielle, la poursuite des efforts sur l'attraction et l'intégration des nouveaux venus, l'amélioration de la qualité des services publics, l'établissement de meilleures liaisons aériennes et la mise en valeur à l'étranger des attraits des grands centres urbains comme Montréal et Québec ont été identifiés comme facteurs déterminants pour le maintien et le développement des sièges sociaux existants.

Afin d'attirer de nouveaux sièges sociaux, il a également été proposé d'adopter une approche très ciblée sur les forces du Québec, de soutenir les équipes d'entreprises étrangères ayant des opérations importantes au Québec et de développer des ambassadeurs locaux.

Le groupe de travail retient tout particulièrement que les facteurs touchant directement les individus sont très souvent déterminants pour le maintien et le développement des activités de sièges sociaux. La direction et la performance des sièges sociaux dépendent en premier lieu des personnes qui y travaillent. La capacité d'attirer et de garder les meilleurs éléments constitue un facteur clé. À cet effet, le groupe note que les sièges sociaux permettent de regrouper en un lieu la haute direction d'une entreprise, de verser les plus hautes rémunérations et, dans le cas des sociétés internationales, d'attirer des dirigeants provenant de partout dans le monde.

VULNÉRABILITÉ DES SOCIÉTÉS PUBLIQUES DU QUÉBEC

Les sièges sociaux vulnérables aux OPA hostiles

Avant de faire des recommandations sur les mesures de protection souhaitables, il importe de déterminer quel est le bassin de sociétés québécoises susceptibles de faire l'objet d'une OPA non souhaitée. Le groupe de travail s'est basé sur les travaux de M. Yvan Allaire, président du conseil de l'Institut sur la gouvernance d'organisations privées et publiques (IGOPP) dans *Les prises de contrôle de sociétés québécoises : enjeux et pistes de solution*¹⁰.

L'examen des 50 plus grandes sociétés québécoises cotées en bourse¹¹ révèle que 18 sociétés sont présentement protégées, étant sous le contrôle d'un

¹⁰ Yvan ALLAIRE, *Les prises de contrôle de sociétés québécoises : enjeux et pistes de solution*, 2 novembre 2012, Tableaux mis à jour en novembre 2013.

¹¹ Classement déterminé en fonction de la valeur boursière.

actionnaire ou d'actionnaires reliés¹². Parmi celles-ci, on compte Bombardier, Power Corporation du Canada, Groupe CGI, Québecor, Groupe Jean Coutu, Alimentation Couche-Tard, Cogeco, Saputo et Transcontinental.

À celles-ci s'ajoutent six sociétés protégées contre les prises de contrôle étrangères en raison des lois qui les gouvernent dans certains secteurs clés, tels que le secteur bancaire, l'assurance, les télécommunications et le transport aérien. Il s'agit notamment de la Banque Nationale, la Banque Laurentienne, l'Industrielle Alliance, BCE, Air Canada et Transat. On peut également ajouter à cette liste le CN, qui possède des statuts constitutifs particuliers lui donnant une certaine protection.

Ainsi, 25 sociétés ayant un siège social implanté au Québec demeurent plus vulnérables à une prise de contrôle non souhaitée. De cette liste, seules huit sociétés publiques sont constituées en vertu de la loi québécoise. Il s'agit de Metro, de Cominar, de Quincaillerie Richelieu, de RONA, d'Amaya, de Semafo, d'Uni-Sélect et de Canam, alors que 17 autres le sont en vertu de la loi canadienne, telles SNC Lavalin, Dollorama, Gildan, CAE, Transforce, Osisko, Produits forestiers Résolu et Groupe WSP Global.

Le groupe de travail convient que toutes les recommandations concernant des mesures de protection applicables en vertu de la loi québécoise auront principalement un effet pour les sociétés qui sont déjà constituées et celles qui se constitueront en vertu de cette loi. Ces firmes pourraient donc être les premières bénéficiaires des moyens additionnels qui pourraient être autorisés par une loi du Québec amendée.

Les OPA visant des sociétés québécoises

Les dernières années montrent qu'effectivement, aucune OPA non souhaitée ou hostile menée par un initiateur non québécois n'a permis l'acquisition d'une firme québécoise par ce même initiateur. Cependant, trois firmes québécoises ainsi « mises en jeu » ont finalement été vendues, soit Alcan, Microcell et Ressources Freewest Canada.

On remarque également que les OPA non souhaitées de firmes québécoises sur d'autres firmes québécoises ont été complétées dans tous les cas¹³. Parmi ces transactions, l'acquisition de Fibrek par Produits forestiers Résolu illustre bien les limitations actuelles du moyen de défense dans le contexte d'une offre non sollicitée.

En novembre 2011, AbitibiBowater faisant maintenant affaire sous le nom de Produits forestiers Résolu (Résolu), fait part de son intention de lancer une OPA non sollicitée en vue de faire l'acquisition de l'ensemble des actions émises et en circulation de Fibrek, une société d'incorporation fédérale située au Québec.

¹² La notion de contrôle réfère ici à toute situation où un actionnaire ou des actionnaires reliés détiennent plus de 33 % des votes totaux.

¹³ Il s'agit des cas suivants : en 2011, une OPA non sollicitée du Fonds d'investissement Cominar a mené à l'acquisition de Fonds de placement immobilier Canmarc; en 2011, une OPA non sollicitée de Produits forestiers Résolu a mené à l'acquisition de Fibrek; en 2002, une OPA non sollicitée du Groupe CGI a mené à l'acquisition de Cognicase.

La société étant ainsi « mise en jeu », son conseil d'administration adopte un régime de droits afin de bénéficier de temps supplémentaire pour solliciter une offre supérieure. En janvier 2012, Résolu demande au Bureau de décision et de révision (BDR) de prononcer une ordonnance d'interdiction d'opération afin de lever le régime de droits. Début février 2012, la société Mercer International (Mercer) accepte de jouer le rôle de chevalier blanc.

Malgré l'imminence de cette autre offre qui aurait été plus avantageuse et l'appui de l'Autorité des marchés financiers à la position de Fibrek et Mercer, le BDR prononce une ordonnance d'interdiction d'opération, favorisant ainsi l'offre de Résolu.

À la demande de Mercer, cette décision a été infirmée lors de l'appel devant la Cour du Québec. Mais, à la demande de Résolu, la décision du BDR a été rétablie par la Cour d'appel du Québec au motif qu'en se fondant sur la preuve présentée, la décision du BDR ne pouvait pas être qualifiée de déraisonnable.

N'eût été de l'interdiction d'opération prononcée par le BDR et de l'impossibilité de se défendre adéquatement, Fibrek aurait pu obtenir une meilleure offre que celle de Résolu, ou même choisir de refuser toute offre afin de poursuivre ses plans à long terme. En conséquence, le groupe de travail croit que les décisions judiciaires dans cette affaire soulèvent à la fois de sérieuses questions sur les conséquences de la réglementation canadienne et sur l'interprétation qui en est faite par le BDR au Québec.

Tendances récentes des marchés financiers

L'une des perceptions désormais répandues parmi les différents acteurs du milieu des affaires est que l'adoption d'une approche de plus en plus axée sur le court terme par de grands investisseurs institutionnels pose un défi pour la saine gouvernance et l'efficacité des entreprises. Les intérêts des actionnaires ayant une vision à plus long terme et ceux des « investisseurs » plus spéculatifs peuvent alors s'opposer.

Généralement, on associe ce comportement spéculatif de court terme à une catégorie relativement récente d'investisseurs « alternatifs », tels que les fonds spéculatifs (hedge funds), qui mettent en œuvre des stratégies multiples d'investissement qui s'attachent moins aux caractéristiques des entreprises comme telles qu'à des notions de volatilité, de rendement absolu, de gestion du risque de marché et de situations spéciales ou opportunistes. On y trouve plusieurs catégories de fonds, dont les fonds d'arbitrage, essentiellement tournés vers des investissements de très court terme.

La présence massive d'investisseurs ayant des ressources financières considérables et une telle vision de court terme peut avoir plusieurs effets néfastes sur les sociétés publiques, notamment si l'on considère que le déclenchement d'une OPA est en général une occasion de réaliser rapidement un profit.

L'une des caractéristiques de ce nouveau type d'investisseurs, dont l'implication a pris une ampleur considérable au fil des dernières années en ce qui a trait aux fonds sous leur gestion, est de développer une panoplie de stratégies et de produits d'investissement complexes communément qualifiés de produits « structurés ». Les actions d'entreprises détenues en vertu de ces stratégies sont

alors utilisées comme des « ingrédients » dans la fabrication de ces produits et ont peu à voir avec la performance de la société sous-jacente. En de nombreux cas, cet usage des actions contribue à une dissociation de la propriété de l'action et du bénéfice économique qui lui est généralement associé. Les investisseurs créant de tels produits n'ont que peu d'intérêt dans les perspectives à long terme de création de valeur des entreprises dont ils possèdent des parts. Pourtant, lorsque vient le temps de prendre des décisions importantes pour une société, ce type d'investisseurs bénéficie des mêmes droits que les investisseurs ayant un intérêt dans le succès à long terme des plans des sociétés.

Par ailleurs, une portion de plus en plus importante de la propriété des grandes sociétés publiques est détenue par des investisseurs institutionnels, des caisses de retraite et des fonds communs de placement. Aujourd'hui, selon les données obtenues par l'IGOPP, la propriété des actions par des investisseurs institutionnels en proportion de la capitalisation du marché américain atteindrait plus de 70 %¹⁴. Or, même s'ils ne sont pas aussi activistes que les fonds spéculatifs ou les arbitragistes, ils négocient en bourse de plus en plus rapidement une bonne part des actions qu'ils détiennent.

Ainsi, « le temps moyen pendant lequel un investisseur conserve des actions, sous l'influence des jeux de spéculation et des stratégies de gestion des fonds, a commencé à diminuer dans la décennie 1980, d'une moyenne de 5-6 ans à moins d'un an aujourd'hui pour la bourse de New York »¹⁵, et il en va de même pour les autres grandes bourses¹⁶.

Considérant que l'une des mesures pouvant servir à maximiser la valeur des actions à court terme est la mise aux enchères de la société, il n'est pas étonnant que les actionnaires alternatifs s'immiscent dans les processus d'OPA. Notamment, lors d'une OPA hostile, l'intérêt des fonds spéculatifs et des arbitragistes s'aligne généralement avec les intérêts de l'initiateur ou des offreurs subséquents qui pourraient surenchérir. Dans ces circonstances, peu importe de qui provient l'offre, il devient primordial pour ce type d'investisseurs que la société soit effectivement vendue.

De plus, il est courant qu'en cas d'annonce d'une éventuelle OPA, profitant du sursaut du prix de l'action, une proportion très importante des détenteurs d'actions de la société visée se départissent de leurs titres dans les jours suivant l'annonce de l'offre sans attendre le lancement formel de l'OPA. Par conséquent, une proportion très importante des actionnaires qui auront, le cas échéant, à déposer ou non leurs actions ou à voter lors d'une assemblée d'actionnaires en réponse à l'OPA n'auront possédé les actions que quelques semaines.

¹⁴ GROUPE DE TRAVAIL DE L'IGOPP SUR LA RÉMUNÉRATION DES DIRIGEANTS, prise de position préparée par le professeur Yvan ALLAIRE, *Payer pour la valeur ajoutée : Trancher le nœud gordien de la rémunération des dirigeants*, 2012, p. 29. Voir aussi, Yvan ALLAIRE et Mihaela FIRSIROTU, *A Capitalism of Owners : How Financial Markets Destroy Companies and Societies and What To Do About It*, Institut sur la gouvernance d'organisations privées et publiques, janvier 2012, p. 68-69.

¹⁵ GROUPE DE TRAVAIL DE L'IGOPP SUR LA RÉMUNÉRATION DES DIRIGEANTS, *op. cit.*, p. 30.

¹⁶ *Id.*, p. 31.

Dans ces circonstances, il est aisé de comprendre que ces investisseurs ne désirent aucunement la mise en place d'un régime de droits de longue durée ou de toute autre mesure de défense pouvant prévenir une OPA non sollicitée.

Même si le groupe de travail considère important que tous les propriétaires d'actions d'une société soient en mesure de se prononcer sur les décisions importantes relatives à l'entreprise, dans le cadre des tendances actuelles des marchés financiers, il serait justifié d'octroyer plus de poids aux positions des actionnaires détenant leurs actions depuis une plus longue période de temps. Le contrôle variable en fonction du temps de détention permettrait alors de donner un poids relatif plus important aux actionnaires ayant une position à plus long terme dans l'actionariat de la société.

Selon les membres du groupe de travail, il n'est pas cohérent, lors d'une OPA hostile, que les nouveaux actionnaires spéculateurs puissent se prononcer sur d'éventuels moyens de défense au même titre que les actionnaires possédant des parts dans la société depuis plusieurs années.

RÉGLEMENTATION RELATIVE AUX OFFRES PUBLIQUES D'ACHAT

La présente section vise à faire un très bref survol des considérations juridiques qui ont retenu l'attention des membres du groupe de travail dans l'étude de la problématique liée aux OPA et aux OPA hostiles.

ENVIRONNEMENT JURIDIQUE DES SOCIÉTÉS PUBLIQUES

Le groupe de travail s'est d'abord penché sur les dispositions légales et réglementaires actuellement applicables aux sociétés visées par son mandat. Sans faire une revue détaillée de l'ensemble du droit applicable dans une telle situation, cette section présente un bref survol des principales dispositions législatives dont le groupe de travail a tenu compte dans son étude.

Considérant que le groupe de travail s'intéresse plus particulièrement à la question des OPA non sollicitées sur des sociétés par actions ayant fait un appel public à l'épargne, il y a lieu de fournir quelques explications sur les concepts en jeu.

Au Québec, les sociétés par actions sont régies par la Loi sur les sociétés par actions (RLRQ, chapitre S-31.1) (LSAQ), et de façon supplétive par le Code civil du Québec (CCQ 1991) (CcQ). Au fédéral, elles sont régies par la Loi canadienne sur les sociétés par actions (L.R.C. (1985), c. C-44) (LCSA). Avec l'entrée en vigueur de la LSAQ en 2011, les règles régissant les sociétés québécoises et canadiennes se sont grandement rapprochées, et même s'il subsiste encore certaines différences, la plupart des règles relatives aux sociétés québécoises présentées dans la présente section seront généralement similaires à celles applicables aux sociétés d'incorporation fédérale.

Lorsqu'une société fait un appel public à l'épargne afin d'obtenir un plus grand accès au capital et une certaine flexibilité pour entrer dans le marché des fusions et acquisitions¹⁷, ce choix entraîne certaines obligations.

- En devenant ainsi un émetteur assujéti au sens de l'article 68 de la Loi sur les valeurs mobilières (RLRQ, chapitre V-1.1) (LVM), la société est tenue aux obligations d'information continue. Cette obligation vise à assurer une plus grande transparence et à permettre aux investisseurs de faire un choix éclairé, fondé sur l'information relative à l'émetteur la plus fiable et complète possible.
- De même, les émetteurs assujétis sont soumis à la surveillance de l'Autorité des marchés financiers et aux décisions du Bureau de décision et de révision (BDR) en application des lois et règlements relatifs aux valeurs mobilières. Par exemple, le BDR peut être saisi d'une demande dans le cadre d'une offre publique d'achat non sollicitée lorsque le conseil d'administration de la société

¹⁷ Raymonde CRÊTE et Stéphane ROUSSEAU, *Droit des sociétés par actions*, 3^e édition, Les Éditions Thémis, 2011, p. 296.

visée adopte une mesure de défense qui pourrait contrevenir aux règles établies en matière de valeurs mobilières.

- En permettant à un grand nombre d'investisseurs d'acquérir ses actions, la société change de manière importante la dynamique relativement à la gouvernance de l'entreprise. En effet, une plus grande pluralité d'actionnaires aura des conséquences sur l'administration de l'entreprise. Si certaines sociétés publiques continuent d'avoir des actionnaires suffisamment importants pour bloquer efficacement toute tentative d'offre publique d'achat non souhaitée, d'autres, avec un actionnariat plus dispersé, y sont plus vulnérables. Le premier appel public à l'épargne (PAPE) représente donc un moment privilégié pour faire des choix cruciaux pour la gouvernance de la société, tout en tenant compte des exigences et contraintes des marchés des capitaux à ce moment.

Dans les sociétés ayant un actionnariat dispersé, les actionnaires ont un rôle très limité quant à la gestion de l'entreprise. En tant qu'investisseurs, ils se contentent généralement de fournir un apport en capital tout en déléguant la direction des affaires à des administrateurs et aux dirigeants¹⁸. En principe, il y a donc une séparation entre l'actionnariat et la direction des affaires de l'entreprise.

Les principaux mécanismes d'intervention des actionnaires d'une société publique consistent généralement, lors de l'assemblée annuelle, à examiner la gestion des affaires usuelles de la société par le conseil d'administration pour l'année écoulée. Ce contrôle se fait notamment à l'aide des états financiers accompagnés de rapports d'audit¹⁹. Les actionnaires sont alors appelés à élire ou à réélire les administrateurs²⁰ et à nommer l'auditeur pour l'année financière à venir²¹. Il peut cependant arriver que les actionnaires soient appelés à se réunir lors d'une assemblée extraordinaire convoquée par les administrateurs²² afin de se prononcer sur des questions importantes pouvant affecter de manière fondamentale la société ou les droits afférents à l'actionnariat.

Malgré ces quelques interventions des actionnaires, la majorité des orientations et des décisions de la société sont, en principe, prises par le conseil d'administration. La séparation entre la propriété et la direction des affaires est donc bien réelle et elle peut parfois entraîner certaines difficultés. Ainsi, il peut arriver à l'occasion qu'il se crée une divergence d'intérêts entre les actionnaires et les administrateurs et dirigeants qu'ils auront mis en place²³. Même si, dans l'exercice de leurs fonctions, les administrateurs sont d'abord tenus d'agir au mieux des intérêts de la société²⁴,

¹⁸ *Id.*, p.310.

¹⁹ LSAQ, art. 225 et 230.

²⁰ LSQ, art. 110.

²¹ LSQ, art. 231.

²² LSAQ, art. 207.

²³ Raymonde CRÉTE et Stéphane ROUSSEAU, *op. cit.*, p.312.

²⁴ LSAQ, art. 119.

la relation d'agence²⁵ représente une menace à la bonne gouvernance de toute société.

CADRE JURIDIQUE RELATIF AUX OFFRES PUBLIQUES D'ACHAT

Lors d'une OPA, l'acquéreur potentiel demande aux actionnaires de lui céder leurs titres en échange d'un montant en espèces ou de titres qui représentent généralement une prime sur le cours récent des actions détenues par les cédants²⁶.

Lorsqu'une offre publique d'achat²⁷ est lancée, les administrateurs de l'émetteur visé doivent décider s'ils recommandent l'acceptation ou le rejet de l'offre ou s'ils s'abstiennent de formuler une recommandation²⁸. Si, en considérant l'intérêt de la société²⁹, ils recommandent le rejet de l'offre, qu'elle ait été sollicitée ou non, et que cette offre est maintenue, celle-ci sera considérée comme étant « hostile » ou « inamicale »³⁰.

Peu importe la caractérisation d'une OPA, les actionnaires ou porteurs de titres auront toute liberté de suivre ou non la recommandation des administrateurs et pourront déposer ou non leurs titres auprès de l'acquéreur selon les modalités établies par l'offre.

Cette façon de prendre le contrôle d'une société cible est alors régie par la législation provinciale relative aux valeurs mobilières, notamment au Québec, par les articles 110 et suivants de la LVM. Les dispositions relatives aux OPA réfèrent pour l'essentiel au Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat qui est harmonisé avec la réglementation provinciale ailleurs au Canada.

²⁵ Raymonde CRÊTE et Stéphane ROUSSEAU, *op. cit.*, p.311 : « ...la relation d'agence soulève un risque moral, c'est-à-dire une situation où les dirigeants sont susceptibles de poursuivre leurs intérêts au détriment de ceux des actionnaires dans l'exécution de leurs fonctions ». Voir aussi, Ejan MACKAAY et Stéphane ROUSSEAU, *Analyse économique du droit*, 2^e éd., Paris et Montréal, Dalloz et Les Éditions Thémis, 2008.

²⁶ Stéphane ROUSSEAU et Patrick DESALLIERS, *Les devoirs des administrateurs lors d'une prise de contrôle : étude comparative du droit du Delaware et du droit canadien*, Montréal, Les Éditions Thémis, 2007, p. 6.

²⁷ Définition d'une OPA : LVM, art. 110 : « Est une offre publique d'achat, toute offre d'acquisition de titres, même indirecte, qui est faite par une personne qui n'est pas l'émetteur des titres et qui fait partie d'une catégorie d'offres d'acquisition déterminée par règlement. » et Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat (RLRQ, chapitre V-1.1, r. 35) (Règlement 62-104), art. 1.1 : « toute offre d'acquisition de titres avec droit de vote ou de titres de capitaux propres en circulation d'une catégorie donnée faite à une ou plusieurs personnes qui sont dans le territoire intéressé en fait ou d'après l'adresse inscrite dans les registres de l'émetteur visé, pour autant que les titres visés par l'offre d'acquisition ajoutés aux titres de l'initiateur représentent au total au moins 20 % des titres de cette catégorie qui sont en circulation à la date de l'offre d'acquisition, à l'exception d'une offre d'acquisition qui constitue l'une des étapes d'une fusion, d'une réorganisation ou d'un arrangement qui doit être approuvé par le vote des porteurs des titres visés ».

²⁸ LVM, art. 113.

²⁹ LSAQ, art. 119.

³⁰ Stéphane ROUSSEAU et Patrick DESALLIERS, *op. cit.*, p. 8.

Les principaux objectifs de cette réglementation sur les OPA sont d'« assurer l'égalité de traitement des porteurs [d'actions], la fourniture d'information adéquate aux porteurs, la transparence et l'impartialité du processus d'offre de façon à éviter la discrimination injuste entre les porteurs ou la pression sur ces derniers³¹ ». Elle vise également « à encadrer de façon claire et prévisible les OPA et à dissuader l'opportunisme des parties impliquées dans les opérations de prises de contrôle, afin de leur permettre de réaliser des bénéfices³² ».

MOYENS DE DÉFENSE À LA DISPOSITION DES SOCIÉTÉS PAR ACTIONS

Lorsqu'une OPA non sollicitée est lancée et que le conseil d'administration recommande de ne pas accepter l'offre, les administrateurs tentent généralement de contrer cette acquisition hostile en adoptant des stratégies défensives visant à faire échec à toute offre ou plus spécifiquement à celle de l'initiateur.

Les régimes de droits (pilules empoisonnées ou *poison pill*) constituent alors la mesure défensive la plus couramment répandue, tant au Canada qu'aux États-Unis³³. Il s'agit d'une mesure relativement facile d'utilisation par le conseil d'administration puisqu'elle peut être initialement adoptée sans l'accord des actionnaires. Même s'il existe plusieurs variantes de régimes de droits, ils consistent généralement en :

l'émission de droits aux actionnaires actuels de la société leur permettant d'acquérir, pour chaque action qu'ils détiennent, une nouvelle action de la société à un prix escompté (habituellement la moitié de la valeur sur le marché). Les droits sont exercés lorsqu'un actionnaire acquiert des actions lui donnant un pourcentage d'actionnariat supérieur à celui permis dans le régime (typiquement 20 %) sans obtenir l'approbation du conseil d'administration ou sans respecter les conditions de l'offre permise décrite au régime. De son côté, l'acquéreur qui déclenche l'exercice des droits voit ses propres droits être annulés par le *Flip-In Event*³⁴.

Lorsque cette mesure se déclenche, elle a pour effet de diluer la participation de l'acquéreur de façon à rendre l'acquisition à ce point onéreuse qu'elle ne peut plus être économiquement viable. En pratique, la seule présence de cette possibilité empêche tout déclenchement d'une offre hostile, à moins que l'offrant pense pouvoir obtenir des autorités réglementaires l'interdiction du régime de droits.

Actuellement, le contenu et la forme des régimes de droits ne sont pas réglementés par les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM). Toutefois, les ACVM, et le Bureau de décision et de révision (BDR) au Québec, examinent au cas par cas ces régimes afin de déterminer s'il est nécessaire de les frapper d'une interdiction d'opération en vertu de l'intérêt public.

Afin de l'aider dans son examen des régimes de droits en vertu de sa compétence en matière d'intérêt public, le BDR se réfère substantiellement à l'Avis 62-202

³¹ *Id.*, p. 50.

³² *Id.*

³³ *Id.*, p. 36.

³⁴ *Id.*

relatif aux mesures de défense contre une offre publique d'achat³⁵ (Avis 62-202). Cet avis ainsi que l'essentiel de la réglementation en matière d'OPA s'inscrivent dans la logique développée dans le *Report of the Attorney General's Committee on Securities Legislation in Ontario*³⁶ (aussi appelé « rapport Kimber ») datant de 1965.

Essentiellement, l'Avis 62-202 indique que les ACVM vont intervenir en prononçant des interdictions d'opération dans les cas où un régime de droits ou une autre mesure de défense aurait pour conséquence d'entraver l'OPA ou d'empêcher les porteurs de titres d'y répondre³⁷. Ainsi, un régime de droits qui a été mis en place ne peut être qu'une mesure temporaire et il devra éventuellement être retiré. On reconnaît cependant que le régime de droits peut avoir comme effet de favoriser une surenchère d'offres concurrentes sollicitées ou non par le conseil d'administration. Dans cette optique, le délai généralement accordé par les ACVM pour le maintien du régime variera habituellement entre 45 et 55 jours suivant le lancement de l'OPA³⁸.

Le groupe de travail comprend donc que la réglementation actuelle en matière de valeurs mobilières restreint la marge de manœuvre des C. A. des sociétés visées par une OPA hostile³⁹. Cette restriction n'existe pas aux États-Unis, où les régimes de droits peuvent être permanents. Bien qu'il soit généralement reconnu que les conseils d'administration sont les mieux placés pour évaluer les offres d'acquisition en fonction des intérêts à long terme de l'entreprise, la réglementation au Canada permet aux autorités en valeurs mobilières de mettre fin, au nom de l'intérêt public, à des régimes de droits ou autres moyens de défense à une prise de contrôle, s'ingérant ainsi dans la gouvernance interne des entreprises et rendant les entreprises plus vulnérables.

DEVOIRS FIDUCIAIRES DES ADMINISTRATEURS

Lorsque l'on évalue la pertinence pour un C. A. d'adopter des mesures de protection contre une OPA, on se doit d'étudier en quoi consiste le véritable rôle des administrateurs dans ces circonstances. La présente section fait donc un bref survol des derniers développements relatifs au devoir fiduciaire des

³⁵ Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, 2003-07-18, vol. XXXIV n° 28; ou, ailleurs au Canada, l'Instruction générale 62-202, *Les mesures de défense contre une offre publique d'achat*.

³⁶ PROVINCE DE L'ONTARIO, *Report of the Attorney General's Committee on Securities Legislation in Ontario*, mars 1965.

³⁷ Avis 62-202, art. 1.1, par. 5.

³⁸ Avis de consultation des Autorités canadiennes en valeurs mobilières, Projet de Règlement 62-105 sur les régimes de droits des porteurs et Projet d'Instruction générale relative au Règlement 62-105 sur les régimes de droits des porteurs et Projets de modifications corrélatives, 14 mars 2013, p. 7.

³⁹ Pour avoir une description de la réglementation sur les OPA et de son interprétation ainsi qu'un bref survol des décisions les plus marquantes en matière de régimes de droits, il est également possible de se référer au document suivant : AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, *Document de consultation, Un regard différent sur l'intervention des autorités en valeurs mobilières dans les mesures de défense*, 14 mars 2013, p. 5 à 11.

administrateurs. Ce devoir établit l'objectif général devant guider ces derniers dans leur prise de décision⁴⁰.

Au Québec, l'article 119 de la LSAQ prévoit que « les administrateurs sont notamment *tenus envers la société*, dans l'exercice de leurs fonctions, d'agir avec prudence et diligence de même qu'avec honnêteté et loyauté *dans son intérêt* » (l'italique est du groupe de travail).

Pour les sociétés d'incorporation fédérale, le premier alinéa de l'article 122 prévoit que « [l]es administrateurs et les dirigeants doivent, dans l'exercice de leurs fonctions, *agir* : a) avec intégrité et de bonne foi *au mieux des intérêts de la société*; b) avec le soin, la diligence et la compétence dont ferait preuve, en pareilles circonstances, une personne prudente » (l'italique est du groupe de travail).

Puisqu'une certaine similitude existe entre les deux dispositions, les décisions judiciaires canadiennes peuvent avoir une influence sur l'interprétation qui pourrait être faite de l'article 119 de la LSAQ, entré en vigueur en 2011⁴¹.

Or, les devoirs des administrateurs ont été examinés à plusieurs occasions par les cours de justice. Les récents jugements les plus importants sont sans doute ceux rendus par la Cour suprême du Canada dans *Magasins à rayons Peoples inc. (Syndic de) c. Wise*, (2004) 3 RCS 461 et *BCE inc. et BCE Inc. c. Détenteurs de débetures de 1976*, [2008] 3 R.C.S. 560. Ces deux arrêts ont certainement « bouleversé de nombreuses idées reçues en droit des sociétés, notamment en ce qui concerne les devoirs de prudence, de diligence et de loyauté⁴² » des administrateurs et dirigeants.

Il faut cependant être prudent dans la lecture de ces jugements à l'égard de la loi québécoise, qui a été adoptée postérieurement. Alors que la Cour suprême du Canada a examiné le texte de la loi fédérale à l'égard du devoir fiduciaire des administrateurs, le législateur québécois a voulu préciser que ce devoir n'était dû qu'envers la société, et non pas envers certaines catégories d'actionnaires⁴³, pas plus qu'envers d'autres parties prenantes. À cet effet, M^e Martel mentionne que « le but de cette modification [de l'article 119 de la LSAQ] est de préciser que, contrairement à ce qu'a affirmé la Cour suprême du Canada dans les arrêts *Peoples* et *BCE*, les devoirs de prudence et de diligence des administrateurs, tout comme leurs devoirs d'honnêteté et de loyauté, s'adressent à la société, et non à toute personne en général⁴⁴ ».

Malgré cette précision, les devoirs fiduciaires en vertu du droit québécois et du droit canadien ne sont pas si différents dans la mesure où on peut considérer que l'intérêt de la société comprend notamment sa pérennité. Or, lors d'une prise de

⁴⁰ Raymonde CRÊTE et Stéphane ROUSSEAU, *op. cit.*, p.392

⁴¹ À ce jour, aucun jugement n'est venu véritablement clarifier l'interprétation qui peut être faite de la notion du devoir fiduciaire des administrateurs dans le contexte de l'application de l'article 119 de la LSAQ. Il sera donc intéressant de suivre les nouveaux développements sur le sujet.

⁴² Raymonde CRÊTE et Stéphane ROUSSEAU, *op. cit.*, p. 392.

⁴³ Paul MARTEL, *Les sociétés par actions au Québec, Volume 1 : Les aspects juridiques*, Éditions Wilson & Lafleur, Martel ltée, mise à jour de mars 2012, par. 23-203 et 23-204.

⁴⁴ Paul MARTEL, *Loi sur les sociétés par actions* (Québec) (RLRQ, chapitre S-31.1), *Réforme en profondeur de la Loi sur les compagnies*, Loi et commentaires, Blakes, 2011, p. 60.

contrôle hostile en particulier, c'est justement la pérennité de la société qui est souvent au cœur du débat; dans ces cas, il paraît clair que l'intérêt de plusieurs parties prenantes peut certainement se confondre avec celui de la société.

La Cour suprême du Canada, dans les deux arrêts précités, a abandonné l'approche traditionnelle axée sur la primauté des actionnaires. L'obligation fiduciaire ne se limite pas à la valeur des actions ou au profit à court terme. Cette obligation vise aussi les intérêts à long terme de la société. Ainsi, les administrateurs **peuvent**, lors d'une prise de décision dans l'intérêt de la société, tenir compte des intérêts de parties prenantes autres que les actionnaires. Selon l'arrêt *BCE*, le choix des parties prenantes à favoriser est alors une décision protégée par le principe de déférence judiciaire, soit la règle de l'appréciation commerciale (*business judgment rule*)⁴⁵.

Selon la définition de la règle de l'appréciation commerciale énoncée dans l'arrêt *Peoples*, « Le tribunal examine si les administrateurs ont pris une décision raisonnable et non pas la meilleure décision. Dès lors que la décision prise conserve un caractère raisonnable, le tribunal ne devrait pas substituer son avis à celui du conseil, même si les événements ultérieurs peuvent avoir jeté le doute sur la décision du conseil⁴⁶ ». Et « depuis l'arrêt *BCE*, la déférence judiciaire offre aussi une protection aux administrateurs contre des contestations où l'on fait valoir qu'ils n'ont pas pris une décision dans l'intérêt de la société⁴⁷ ».

Malgré ces jugements de la Cour suprême du Canada, il convient de souligner que la réglementation sur les valeurs mobilières, notamment avec l'Avis 62-202, se fonde essentiellement sur le principe de la primauté des actionnaires et que les interventions des autorités en valeurs mobilières sur la base de cet Avis semblent aller à l'encontre des principes du droit des sociétés selon lesquels les administrateurs doivent agir au mieux des intérêts de la société en vertu de leurs devoirs fiduciaires.

De plus, il apparaît qu'en matière d'évaluation des décisions d'affaires des conseils d'administration, les autorités en valeurs mobilières ne permettent pas aux conseils d'administration de jouer pleinement leur rôle et d'agir de manière à assurer la pérennité des entreprises, ce qui va clairement à l'encontre des principes de déférence reconnus par les tribunaux. En cela, la réglementation actuelle rend les sociétés canadiennes et québécoises particulièrement vulnérables aux OPA hostiles.

Le groupe de travail considère donc qu'il est nécessaire de réviser la réglementation applicable en matière de mesures de défense aux OPA hostiles. Même si les modifications aux lois québécoises n'avaient initialement qu'un effet limité aux entreprises constituées en vertu de ces lois, il n'est pas exclu que

⁴⁵ Paul MARTEL, *Mesures anti-prises de contrôle*, étude commandée par le ministère des Finances et de l'Économie, 9 janvier 2013, p. 16.

⁴⁶ *Maple Leaf Foods Inc. c. Schneider Corp.* (1998), 42 O.R. (3d) 177, page 192, décision mentionnée dans *Magasins à rayons Peoples inc. (Syndic de) c. Wise*, (2004) 3 RCS 461, page 492.

⁴⁷ Raymonde CRÊTE et Stéphane ROUSSEAU, *op. cit.*, p. 475; *BCE inc. c. Détenteurs de débetures de 1976*, 2008 CSC 69, par. 40. Voir aussi : Patrick DESALLIERS, *Responsabilité des administrateurs en vertu du droit commun*, dans Juris-Classeur Québec, coll. « Droit des affaires », Stéphane Rousseau (dir.), *Droit des sociétés*, Montréal, LexisNexis, 2009, p. 26.

l'introduction de la possibilité de bénéficier de moyens de défense adéquats puisse intéresser plusieurs entrepreneurs importants, qui pourraient profiter de cette ouverture pour se continuer en vertu des lois du Québec.

LE PROJET DES ACVM

Afin de codifier et d'harmoniser la position actuelle des ACVM face aux régimes de droits, les ACVM se proposent d'apporter certaines modifications à la réglementation applicable en revoyant le traitement des régimes de droits pour l'ensemble des territoires représentés par les ACVM.

« Les projets de textes instaurent une réglementation applicable aux régimes de droits dans l'ensemble des territoires représentés au sein des ACVM. De manière générale, le projet de règlement permettra de conserver les régimes de droits adoptés par le conseil d'administration des émetteurs, pourvu qu'ils soient approuvés par la majorité des porteurs dans certains délais [le délai proposé serait de 90 jours suivant la date d'adoption du régime de droits ou, s'il est adopté après le lancement d'une OPA, dans un délai de 90 jours suivant la date de lancement], ce qui modifierait la position actuelle des autorités de réglementation à l'égard des régimes de droits. » Ainsi, « les autorités en valeurs mobilières ne prononceront d'interdiction d'opérations dans l'intérêt public à l'égard de régimes adoptés conformément au projet de règlement que si l'émetteur visé agit en contravention des principes fondamentaux de celui-ci ou si un autre motif d'intérêt public qui n'est pas prévu par celui-ci se fait jour. Par conséquent, en vertu du projet de règlement, elles n'appliqueraient plus à l'examen des régimes de droits, de manière générale, le principe voulant qu'il vient un moment où la pilule doit cesser de produire ses effets⁴⁸. »

La mise en œuvre des modifications proposées nécessitera notamment des changements à l'Avis 62-202 afin de soustraire les régimes de droits de son application⁴⁹.

Théoriquement, ce projet de modification aurait « pour effet de permettre au conseil de maintenir tout régime de droits pendant une période indéterminée en cas d'OPA hostile s'il est approuvé par les actionnaires de la société visée et qu'il est conforme au projet de règlement. Cependant, le projet de règlement n'empêche pas l'initiateur d'une OPA hostile de faire une offre directement aux actionnaires de la société visée et de leur demander s'ils sont favorables à l'annulation du régime. Ainsi, il permettra encore à l'initiateur ou à l'actionnaire lésé de contester directement tout régime de droits sans avoir à se lancer dans une course aux procurations pour faire élire un conseil favorable à son annulation⁵⁰. »

En pratique, l'effet des mesures proposées ne serait que de prolonger le délai, qui varie actuellement de 45 à 55 jours⁵¹, avant que les commissions de valeurs mobilières n'émettent une interdiction d'opération mettant fin aux régimes de droits.

⁴⁸ Avis de consultation des Autorités canadiennes en valeurs mobilières, *op. cit.*, p. 1-2.

⁴⁹ *Id.*

⁵⁰ *Id.*, p. 13.

⁵¹ *Id.*, p. 7.

Sachant que, dans le contexte canadien, les sociétés qui sont « mises en jeu » suivant une première OPA finissent fréquemment par être vendues malgré l'utilisation des régimes de droits, le fait de prolonger le délai de cette mesure temporaire ne devrait changer d'aucune façon le résultat final de la vente de la société. Il faut aussi se rappeler qu'une proportion importante sinon majoritaire des actions de l'entreprise visée par une OPA seront, au moment d'un éventuel vote des actionnaires, détenues par les fonds d'arbitrage, qui, on l'a vu, n'ont d'intérêt que pour la conclusion la plus rapide de la transaction annoncée.

LA PROPOSITION DE L'AUTORITÉ

La proposition de l'Autorité comporte deux principaux axes. Le premier vise à redéfinir l'intervention des ACVM dans les mesures de défense. Pour ce faire, un nouvel avis remplacerait l'Avis 62-202 et indiquerait clairement i) que les mesures de défense ne sont pas préjudiciables à l'intérêt public et ii) que les autorités en valeurs mobilières refuseraient d'émettre des ordonnances d'interdiction d'opérations sur valeurs à leur égard à moins qu'il appert que le C. A. de la société cible n'a pas adéquatement géré les conflits d'intérêts, ou que la mesure de défense qui a été adoptée résulte en une violation manifeste des droits des porteurs ou porte atteinte au bon fonctionnement des marchés.

Le second axe vise à « modifier notre régime des OPA pour exiger, comme condition irrévocable de toute offre visant l'ensemble des titres d'une catégorie et de toute offre partielle, que plus de 50 % des titres en circulation de la catégorie visée détenus par d'autres personnes que l'initiateur et ses alliés soient déposés et que le dépôt de ces titres ne soit pas révoqué à la date d'expiration de l'offre. Nous proposons aussi d'exiger que l'offre soit prolongée de 10 jours à la suite de l'annonce du dépôt de ce pourcentage de titres⁵² ».

Sur le premier axe visé, la proposition de l'Autorité précise ce qui suit :

Nous sommes également d'avis qu'il serait approprié de tenir compte notamment de certains faits pour établir si la démarche adoptée par le conseil d'une société visée pour proposer ou mettre en œuvre une mesure de défense est raisonnable. Il pourrait s'agir par exemple de ce qui suit :

- la création d'un comité spécial composé d'administrateurs indépendants ayant pour mandat d'examiner l'offre et de formuler une recommandation au conseil d'administration;
- la nomination de conseillers financiers et juridiques indépendants pour aider le comité spécial à remplir son mandat;
- la conclusion du comité spécial et du conseil d'administration selon laquelle il ressort de l'examen de l'offre et des conseils des conseillers juridiques et financiers qu'il est au mieux des intérêts de la société de mettre en œuvre une mesure de défense;

⁵² AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, *Document de consultation, Un regard différent sur l'intervention des autorités en valeurs mobilières dans les mesures de défense*, 14 mars 2013, p. 2.

- l'exhaustivité de l'information fournie aux porteurs dans la circulaire des administrateurs et dans tout autre type de communication utilisé par les administrateurs de la société visée sur la démarche suivie pour formuler leur recommandation et les motifs à l'appui de la mesure de défense.

Les indications proposées compléteraient la compétence et les aptitudes dont les administrateurs sont censés faire preuve lorsqu'ils s'acquittent de leur obligation de diligence, notamment en menant des délibérations rigoureuses et informées⁵³.

Le premier axe de la proposition de l'Autorité consiste donc à changer la prémisse selon laquelle le maintien de mesures défensives est nécessairement contraire à l'intérêt public, et en conséquence de redéfinir son intervention sur la base de l'intérêt public. La proposition vise à permettre à un C. A. de déterminer ce qui est dans le meilleur intérêt de la société visée dans l'exercice de ses devoirs fiduciaires, et ce, sans intervention des autorités réglementaires en valeurs mobilières. Par exemple, dans certains cas, un C. A. pourra déterminer que la vente de l'entreprise au meilleur prix possible est dans le meilleur intérêt de l'entreprise et de ses actionnaires. Dans d'autres cas, le C. A. pourra déterminer que la vente n'est pas dans le meilleur intérêt de l'entreprise, ou à tout le moins qu'elle ne l'est pas au prix offert et, dans ce cas, il est essentiel que le C. A., dans l'exercice de ses devoirs fiduciaires, puisse mettre en place les mesures qu'il juge appropriées dans les circonstances.

Dans cette proposition, l'Autorité ne suggère que quelques exemples de mesures de sauvegarde permettant de juger si « la démarche adoptée par le conseil d'administration d'une société visée pour proposer ou mettre en œuvre une mesure de défense est raisonnable ». Cependant, il faut comprendre de la proposition de l'Autorité que les autorités en valeurs mobilières devraient être appelées à intervenir beaucoup moins souvent à l'égard de mesures de défense adoptées en réponse à une OPA hostile par le C. A. d'une société cible. Il pourrait alors revenir davantage aux tribunaux, par les recours de droit commun, de déterminer si les décisions du C. A. dans ce contexte sont conformes à ses obligations fiduciaires. Il serait alors prévisible que les tribunaux, suivant l'arrêt de la Cour suprême du Canada dans BCE, étudient cette question suivant la règle de l'appréciation commerciale⁵⁴.

Le second axe visé par la proposition de l'Autorité a pour but notamment d'éliminer certaines incertitudes actuelles liées au processus d'offre et auxquels font face les actionnaires. Selon certains commentaires obtenus lors de la consultation, ces mesures ont reçu un appui très favorable de la vaste majorité des commentateurs.

Sur les deux axes visés dans la proposition de l'Autorité, les modifications suggérées pourraient entraîner des changements de nature législative ou réglementaire en matière d'OPA.

Le groupe de travail a constaté que la proposition de l'Autorité a reçu un appui significatif de la part d'un grand nombre d'entreprises québécoises cotées en bourse, de plusieurs regroupements d'administrateurs et d'entreprises ainsi que de divers investisseurs institutionnels. Le groupe de travail appuie la proposition de l'Autorité qui vise à permettre aux C. A. des sociétés qui font l'objet d'une OPA

⁵³ *Id.*, p. 16-17.

⁵⁴ Voir la section « Devoirs fiduciaires des administrateurs » et Paul MARTEL, *Mesures anti-prises de contrôle*, étude commandée par le ministère des Finances et de l'Économie, 9 janvier 2013.

hostile d'exercer pleinement leurs devoirs fiduciaires. Il est également d'avis que cette proposition, dans la mesure où elle est appliquée à l'ensemble des entreprises cotées en bourse qui sont des émetteurs assujettis au Canada, est de nature à rétablir l'équilibre entre l'initiateur d'une OPA non sollicitée et la société visée. Selon le groupe de travail, la proposition de l'Autorité peut valablement contribuer à rendre les sociétés québécoises moins vulnérables à une OPA hostile, alors que le projet des ACVM est nettement insuffisant en cette matière.

EFFETS DES MESURES DE PROTECTION CONTRE LES PRISES DE CONTRÔLE

Avant de soumettre des recommandations sur les mesures de protection souhaitables, le groupe de travail s'est interrogé sur les effets économiques possibles des mesures de protection. Le groupe de travail a donc fait appel à M. Jean-Marc Suret, Ph. D., Fellow CIRANO et professeur à la Faculté des sciences de l'administration de l'Université Laval afin que celui-ci prépare un rapport⁵⁵ synthèse des études portant sur cette question.

Les effets réels ou appréhendés des mesures de protection des entreprises contre les offres publiques d'achat non souhaitées sur la valeur des actions des entreprises ont toujours soulevé de vigoureux débats entre les spécialistes. Plusieurs prétendent que la discipline imposée par le marché financier sert d'aiguillon pour que l'entreprise maximise sa performance financière, que la possibilité de recevoir une offre d'achat non souhaitée rend l'entreprise et ses dirigeants plus vigilants quant à la performance de l'entreprise, et qu'au contraire toute mesure visant à rendre moins probable, voire impossible une telle offre d'acquisition pourrait rendre les dirigeants plus tolérants à la médiocrité de leurs résultats.

D'autres chercheurs prennent la position inverse en concluant qu'une trop grande vulnérabilité à des investisseurs recherchant d'abord un profit à court terme entraîne les dirigeants d'entreprises à se concentrer sur les résultats à court terme aux dépens d'actions qui peuvent diminuer les résultats immédiats, tels des investissements dans la recherche, mais dont les effets à plus long terme seraient plus bénéfiques.

Les recherches empiriques sur cette question sont nombreuses et très diverses, ont des niveaux de précision variables, ont été faites à diverses époques, dans différents pays, avec des encadrements juridiques qui varient d'un endroit à l'autre. Les résultats sont à l'avenant : certaines concluent à un désavantage à munir les entreprises de mesures de protection, d'autres concluent le contraire.

Globalement, le rapport de M. Suret conclut que les mesures de protection influencent négativement la valeur des actions. Il reste cependant vrai que certains sous-ensembles d'entreprises aux caractéristiques particulières semblent bénéficier de l'ajout de mesures défensives, par exemple lorsqu'elles n'en avaient aucune. Il est également acquis que l'effet des mesures sur la valeur n'est pas une constante et peut varier en fonction des années, de l'activité d'acquisition et des niveaux de concentration des secteurs.

⁵⁵ Jean-Marc SURET, *Les effets des mesures de protection contre les prises de contrôle*, Rapport préparé pour le Ministère des Finances et de l'Économie, 17 janvier 2014.

Le groupe de travail est d'avis que ces conclusions doivent être considérées avec réserves. En effet, plusieurs études montrent que la présence de mesures rendant plus difficiles les prises de contrôle hostiles mène éventuellement à des transactions conclues à meilleurs prix. Au niveau international, des études sérieuses montrent aussi que la valeur des sociétés avec actions de contrôle varie selon l'encadrement juridique applicable à ces actions et la qualité des mécanismes de gouvernance, ce qui est le cas du Canada, où ces encadrements sont importants.

De plus, les impacts possibles doivent être considérés en parallèle avec les importants effets négatifs que peut entraîner la perte de sièges sociaux sur le territoire québécois. Le groupe de travail privilégie une approche qui permet de donner des outils de protection aux sociétés qui souhaitent en bénéficier et non pas une mesure de protection qui s'appliquerait systématiquement à l'ensemble des sociétés québécoises.

MESURES DE PROTECTION CONTRE LES OFFRES PUBLIQUES D'ACHAT HOSTILES

Dans la présente section, le rapport décrit les principales mesures de protection, de développement et de rétention des sièges sociaux qui ont été considérées par le groupe de travail avant de formuler ses recommandations.

Plusieurs des mesures de protection mentionnées ici sont similaires à celles adoptées aux États-Unis et en Europe. Le groupe de travail s'est appuyé principalement sur des travaux réalisés pour le compte du ministère des Finances et de l'Économie par M^e Paul Martel, Ad. E., conseiller spécial au sein du groupe de droit des affaires chez Blake, Cassels & Graydon S.E.N.C.R.L./s.r.l.

INCLURE DANS LA LSAQ DES DISPOSITIONS INTERDISANT CERTAINES OPÉRATIONS POUR LES INITIATEURS D'UNE OPA HOSTILE (*BUSINESS COMBINATION STATUTES*)

Cette mesure vise à rendre l'acquisition sans le consentement du conseil d'administration moins attrayante en empêchant l'acquéreur d'effectuer les opérations à court terme lui permettant de financer l'acquisition à même les actifs de la société visée⁵⁶. Selon le modèle qu'on retrouve dans de nombreux États américains, dès qu'une OPA est considérée hostile, la société visée ne peut plus fusionner, vendre les biens, émettre et transférer des actions, liquider, reclasser les valeurs mobilières et faire toute autre opération de même nature au bénéfice de la société acquéreur durant une période pouvant s'étaler de deux à cinq ans suivant la date d'acquisition des actions.

Cette mesure, tout comme la plupart des autres mesures de protection envisagées, peut ou non s'accompagner d'un droit de retrait (*opting out*) qui s'inscrit à l'avance dans les statuts des sociétés. De ce fait, la société qui exerce un droit de retrait reste vulnérable aux OPA non sollicitées. Plusieurs États américains ont cependant établi certaines restrictions au droit de retrait, par exemple avec des votes à la super majorité ou des délais plus ou moins longs avant l'entrée en vigueur du droit de retrait, ou les deux⁵⁷. De façon corollaire, il serait possible de procéder à l'inclusion des mesures de protection dans la loi sans les rendre automatiquement applicables aux sociétés visées et de permettre à ces dernières de faire l'adoption de ces nouvelles dispositions par une adhésion (*opting in*) votée à la majorité requise pour ce type de changement.

Il s'agit là d'une mesure essentiellement dissuasive pour les acquéreurs qui souhaiteraient faire une OPA sans au préalable obtenir l'appui du conseil d'administration. Même si les contraintes qu'elle impose à la société visée peuvent sembler très importantes, l'objectif véritable de la mesure de défense est d'éviter

⁵⁶ Paul MARTEL, *Mesures anti-prises de contrôle*, étude commandée par le ministère des Finances et de l'Économie, 9 janvier 2013, p. 4.

⁵⁷ *Id.*, p. 4-5.

l'application des restrictions par l'encouragement à une négociation équilibrée entre le conseil d'administration de la société visée et l'acquéreur potentiel.

INCLURE DANS LA LSAQ DES DISPOSITIONS LIMITANT LES DROITS DE VOTE DE CERTAINS ACTIONNAIRES LORS D'UNE OPA HOSTILE (CONTROL SHARE ACQUISITION STATUTES)

Populaire aux États-Unis, cette mesure dite de *control share acquisition statutes*, consiste à retirer le droit de vote aux actions détenues par l'initiateur d'une OPA et les personnes qui lui sont liées. Cette restriction sur le droit de vote s'applique alors jusqu'à ce que les autres actionnaires, à l'exclusion des administrateurs et des dirigeants actionnaires, adoptent une résolution, habituellement aux deux tiers des voix, redonnant ses droits de vote à l'acquéreur potentiel et à ses personnes liées⁵⁸.

Cette mesure a certainement un effet dissuasif sur les OPA hostiles. Selon M^e Martel :

si après la prise de contrôle l'offrant ne parvient pas à recueillir le vote favorable des actionnaires qui n'ont pas accepté son offre, il s'expose à ne pas pouvoir voter les actions qu'il a acquises, et le cas échéant, à se faire racheter ces actions par la société cible ou par un acquéreur ayant l'assentiment du conseil d'administration. Il a donc tout intérêt à demander la tenue de l'assemblée avant de lancer son offre ou d'acquiescer des actions, car à ce moment les actionnaires qui voteront incluront ceux qui sont susceptibles d'accepter cette offre; pleinement renseignés sur les intentions de l'offrant quant à la société, ils pourront en toute connaissance de cause lui accorder la majorité requise. Tout ceci donne plus de temps à la société pour négocier avec l'offrant ou de rechercher une meilleure offre⁵⁹.

INCLURE DANS LA LSAQ DES DISPOSITIONS PRÉVOYANT UNE MODULATION AUTOMATIQUE DES DROITS DE VOTE SELON LES CARACTÉRISTIQUES DES ACTIONNAIRES (DROIT DE VOTE VARIABLE)

Cette mesure permet de moduler la valeur des droits de vote attachés aux actions en fonction des caractéristiques propres aux différents détenteurs ou au délai de détention desdites actions, ou aux deux. À titre d'exemple, mentionnons qu'en France, il est possible « de conférer, par les statuts ou une assemblée générale extraordinaire, un vote double de celui conféré aux autres actions, aux actions inscrites au nom du même actionnaire depuis au moins deux ans. Ce droit de vote peut être réservé aux actionnaires de nationalité française, ou aux ressortissants d'un État membre de la Communauté européenne (ou d'un État partie à l'accord

⁵⁸ *Id.*, p. 2.

⁵⁹ *Id.*, p. 4.

sur l'Espace économique européen). Ce droit de vote doublé n'est pas neutralisé par une OPA⁶⁰. »

Si l'aspect nationaliste de cette mesure n'est sans doute pas applicable dans le contexte canadien en raison des nombreux accords de libre-échange dont le Canada fait partie, la disposition sur le droit de vote variable (ou modulable) est une avenue envisageable comme moyen de défense partiel. Et aussi comme un moyen d'assurer que le contrôle de l'entreprise demeure entre les mains des actionnaires à long terme.

Ce moyen de défense s'appuie sur la prémisse que les actionnaires investisseurs qui ont une perspective de court terme optent plutôt systématiquement pour la position favorable à une OPA puisque celle-ci leur permet de maximiser leurs rendements à brève échéance. Les actionnaires présents dans l'actionariat depuis plus longtemps, quant à eux, auront potentiellement tendance à considérer le plan d'affaires à long terme de l'entreprise. Avec un droit de vote plus important, ils pourront notamment choisir plus facilement d'appuyer la position d'un conseil d'administration opposé à une OPA.

Ce type de mesure aurait pour effet de rendre plus complexes les OPA non sollicitées par des acquéreurs potentiels sans toutefois les empêcher complètement.

Et, tout comme pour les *business combination statutes*, il serait envisageable d'assortir ces mesures d'un droit de retrait ou d'adhésion avec ou sans délai.

RÉVISER LA LSAQ RELATIVEMENT À L'ÉLECTION DE C. A. ÉCHELONNÉ (CLASSIFIED BOARD OU STAGGERED BOARD)

Typiquement, « lorsqu'il y a un conseil échelonné, les administrateurs sont regroupés en catégories (habituellement trois) dont les membres font l'objet de l'élection à des assemblées annuelles successives. Avec trois catégories, les administrateurs de chaque groupe sont ainsi élus pour un terme de trois ans. Une seule catégorie peut être élue à chaque assemblée annuelle. Pour s'emparer du contrôle d'un conseil d'administration échelonné en trois catégories, un offrant hostile doit gagner deux batailles de sollicitation de procurations à deux assemblées annuelles consécutives. Étant donné le délai que cela implique, la présence d'un conseil échelonné peut décourager une tentative de prise de contrôle⁶¹. » Pour être plus efficace, cette mesure peut également s'accompagner d'une interdiction de révocation des membres du conseil d'administration avant l'expiration de leur terme, sauf pour certaines causes prévues⁶².

« Au Québec, la Loi sur les sociétés par actions prévoit déjà les mandats décalés (art. 110). Il suffirait d'y ajouter la clause interdisant, au sein des émetteurs

⁶⁰ Paul MARTEL, *Mesures anti-OPA en Europe*, étude commandée par le ministère des Finances et de l'Économie, 1^{er} août 2013, p. 16.

⁶¹ Stéphane ROUSSEAU et Patrick DESALLIERS, *op. cit.*, p. 33.

⁶² Paul MARTEL, *Mesures anti-prises de contrôle*, étude commandée par le ministère des Finances et de l'Économie, 9 janvier 2013, p. 19.

assujettis, la destitution des administrateurs d'émetteurs assujettis dont les mandats sont décalés autrement que pour cause⁶³. »

Cette mesure irait à l'encontre des exigences de la Bourse de Toronto. En effet, celle-ci vient d'amender son Guide à l'intention des sociétés de la TSX (*Company Manual*)⁶⁴ pour obliger les sociétés cotées à procéder chaque année à l'élection de tous les administrateurs (art. 461.1, entré en vigueur le 31 décembre 2012), excluant par le fait même la possibilité des mandats décalés⁶⁵. Une entreprise pourrait toutefois introduire cette mesure à ses statuts si elle choisissait de ne s'inscrire à la bourse qu'aux États-Unis.

APPLIQUER LE PRINCIPE DE RÉCIPROCITÉ RELATIVEMENT AUX RÈGLES CORPORATIVES DÉFENSIVES EXISTANTES DANS LE LIEU D'INCORPORATION DE LA SOCIÉTÉ INITIATRICE D'UNE OPA HOSTILE

Ces mesures de protection, inspirées du modèle européen, peuvent se décliner de deux façons.

1. Lorsqu'une société initiatrice d'une OPA hostile a elle-même la possibilité d'être protégée en vertu des règles de son lieu de constitution, la société visée québécoise pourrait avoir recours aux mêmes dispositions de protection, si nécessaire.
2. Lorsqu'une société initiatrice d'une OPA hostile a elle-même la possibilité d'être protégée en vertu des règles de son lieu de constitution, la société visée québécoise pourrait avoir recours à des mesures de protection prédéfinies dans la LSAQ et disponibles uniquement en cas d'OPA hostile répondant à certains critères.

L'objectif de ces mesures est d'éviter des situations de type Alcoa-Alcan, c'est-à-dire de niveler les règles et d'éviter que la défense *Pac-Man*⁶⁶ ne puisse être utilisée que dans un sens.

Le groupe de travail croit que ce type de mesures serait difficilement applicable étant donné les coûteux débats qui pourraient survenir pour définir ce qui constitue ou non un moyen de défense en vertu des différentes législations d'États étrangers.

⁶³ *Id.*

⁶⁴ Groupe TMX, *Guide à l'intention des sociétés de la TSX*, tmx.complinet.com/fr/tsx_manual.html, consulté le 10 février 2014.

⁶⁵ *Ibid.*, article 461.1.

⁶⁶ Stéphane ROUSSEAU et Patrick DESALLIERS, *op. cit.*, p. 44 : « Dans le cadre de la défense *Pac-Man*, la cible répond à la prise de contrôle en tentant elle-même d'acquiescer l'initiateur de l'offre la visant. En renversant ainsi les rôles, la cible vise à dissuader l'initiateur de procéder à l'opération. De plus, par sa contre-offre, elle reconnaît implicitement l'opportunité d'un regroupement avec la société ayant lancé initialement la prise de contrôle. Cependant, avec la contre-offre, la cible cherche à dicter les conditions du regroupement plutôt qu'à se les faire imposer. »

DÉFINIR LES RÈGLES ENTOURANT L'USAGE DES RÉGIMES DE DROITS (PILULES EMPOISONNÉES)

Les règles canadiennes régissant l'usage des régimes de droits devraient être substantiellement revues. Elles n'ont plus vraiment leur raison d'être, à la lumière des récents jugements de la Cour suprême du Canada, et rendent les sociétés publiques canadiennes beaucoup plus vulnérables à des offres d'achat non souhaitées par rapport aux sociétés américaines.

Le groupe de travail a pris connaissance de l'initiative réglementaire sur les mesures défensives lors d'une OPA non sollicitée publiée par les ACVM et de la proposition de l'Autorité sur le même sujet. Comme mentionné à la section « La proposition de l'Autorité », le groupe de travail appuie la proposition de l'Autorité, qui vise à permettre aux C. A. des sociétés qui font l'objet d'une OPA hostile d'exercer pleinement leurs devoirs fiduciaires. Il est également d'avis que cette proposition, dans la mesure où elle est appliquée à l'ensemble des entreprises cotées en bourse qui sont des émetteurs assujettis au Canada, est de nature à rétablir l'équilibre entre l'initiateur d'une OPA non sollicitée et la société visée. Selon le groupe de travail, la proposition de l'Autorité peut valablement contribuer à rendre les sociétés québécoises moins vulnérables à une OPA hostile, alors que le projet des ACVM est nettement insuffisant en cette matière.

Dans cette perspective, le groupe de travail recommande que le ministre des Finances et de l'Économie détermine si des changements de nature législative ou réglementaire pourraient faciliter la mise en œuvre de la proposition de l'Autorité.

REPLACEMENT DU BUREAU DE DÉCISION ET DE RÉVISION (BDR) PAR UN TRIBUNAL SPÉCIALISÉ EN MATIÈRE DE VALEURS MOBILIÈRES.

Le gouvernement pourrait songer à remplacer l'actuel BDR par un tribunal administratif en matière de valeurs mobilières dont les membres seraient des juges. Les juges siégeant à ce tribunal pourraient être choisis parmi les juges de la Cour du Québec, chambre commerciale, qui seraient prêtés ou détachés de leurs postes.

La mise en place d'un tribunal administratif spécialisé qui aurait accès à un plus grand bassin de juristes reconnus pour leur expertise en matière de valeurs mobilières pourrait contribuer à augmenter la perception de qualité des décisions rendues par les instances juridictionnelles du Québec en cette matière. Le Québec prendrait exemple sur l'État du Delaware, qui dispose de tribunaux spécialisés en droit des sociétés, reconnus pour la qualité et la constance de leurs décisions, ce qui accroîtrait l'intérêt des firmes pour se constituer ou se continuer en vertu de la loi québécoise.

Le groupe de travail pense qu'il serait judicieux de restructurer le BDR en prenant exemple sur le modèle du Tribunal des professions qui est déjà formé de juges de la Cour du Québec⁶⁷.

⁶⁷ Code des professions (RLRQ, chapitre C-26), art. 162 : « Est institué un Tribunal des professions formé de 11 juges de la Cour du Québec désignés par le juge en chef de cette Cour; celui-ci désigne parmi eux un président et un vice-président qui le remplace en cas d'absence ou d'empêchement. »

MESURES FISCALES POUVANT CONTRIBUER À MAINTENIR OU À ATTIRER LES SIÈGES SOCIAUX AU QUÉBEC

Afin de favoriser le maintien des sièges sociaux implantés au Québec, d'encourager leur développement et même d'en attirer de nouveaux, il est important que la fiscalité québécoise maintienne, voire accentue sa compétitivité. Cette compétitivité fiscale doit se manifester quant au traitement fiscal des entreprises elles-mêmes bien sûr, mais aussi en ce qui concerne la fiscalité applicable aux actionnaires et aux hauts dirigeants. La politique fiscale du Québec devrait donc être orientée en ce sens.

LES RÉGIMES D'ACHAT D' ACTIONS PAR LES EMPLOYÉS

La première mesure est d'encourager l'achat d'actions d'une entreprise par les employés de celle-ci. Plusieurs sociétés offrent non seulement cette possibilité, mais apparie à l'achat d'actions par leurs employés un nombre plus ou moins grand d'actions offertes gratuitement.

Les avantages de cette pratique sont nombreux. Outre un plus grand sentiment d'appartenance qu'elle contribue à développer et le rendement financier qu'elle procure aux employés, certaines sociétés ont vu la part de leurs actions détenues par les employés et les fondateurs constituer des blocs suffisamment importants pour rendre improbable toute offre d'achat non souhaitée.

Le groupe de travail est d'avis que cette pratique devrait être encouragée en réduisant l'imposition des employés sur les actions de la société qu'ils reçoivent de leur employeur tout en maintenant l'avantage reçu par ce dernier.

LA FISCALITÉ DES HAUTS DIRIGEANTS

La deuxième avenue consiste à éliminer ou même à renverser l'écart considérable qui existe depuis quelques années au Québec dans le traitement fiscal des gains obtenus par l'intermédiaire des options d'achat d'actions.

Depuis 2004, les gains réalisés par les détenteurs d'options d'achat d'actions reçues dans le cadre de leur emploi sont imposés dans une proportion de 50 % plus élevée qu'ailleurs au Canada. Il faut rappeler que la rémunération des hauts dirigeants d'entreprises est généralement composée d'une partie, dont la valeur varie en fonction des résultats de l'entreprise, qui peut atteindre jusqu'à 80 % de la rémunération totale. Une large partie de cette rémunération variable est constituée de véhicules se référant à la valeur des actions, dont les options d'achat d'actions. Ces véhicules ont tendance à se cristalliser à un point déterminé dans le temps après un certain nombre d'années. La différence de l'impôt à verser par un dirigeant domicilié au Québec par rapport à ailleurs au Canada peut atteindre des millions de dollars pour un seul individu.

Cette possibilité augmente considérablement le niveau de difficulté pour attirer de hauts dirigeants au Québec ou pour empêcher ceux qui s'y trouvent de planifier leur lieu de résidence lorsque viendra le temps d'exercer leurs options d'achat d'actions.

Cette situation produit en fait un résultat contraire aux attentes des autorités fiscales, puisque ni le montant d'impôt additionnel, ni le montant de base, ni l'impôt sur le reste des revenus de la personne ne sont perçus.

Si le Québec se mettait en position d'offrir un traitement fiscal plus avantageux qu'ailleurs, l'effet inverse se produirait et plus de revenus seraient perçus.

LA PÉRENNITÉ DES SOCIÉTÉS QUÉBÉCOISES

La troisième avenue fiscale consiste à réexaminer l'imposition des gains en capital lors du décès d'un propriétaire ou d'un actionnaire-fondateur important d'une entreprise.

Comme l'impôt sur les gains en capital est exigible que les actions de l'entreprise soient vendues ou non, la succession est souvent obligée de vendre le contrôle de l'entreprise pour acquitter son dû. Ce qui, on en convient, peut remettre en cause la pérennité du siège social. Il existe plusieurs moyens de pallier cette situation, dont l'achat de polices d'assurance-vie ou la constitution de fiducies familiales. Outre les coûts qui leur sont associés, ces mesures ne sont pas permanentes, puisque les fiducies ont une durée limitée à 21 ans, après quoi les avoirs des fiducies redeviennent imposables.

Le groupe de travail croit qu'il serait possible de se guider sur ce qui est permis dans le cas d'une entreprise agricole et permettre le report du gain en capital jusqu'à la vente des actions, ce qui pourrait permettre à la succession de conserver le contrôle de l'entreprise et, ce faisant, le maintien du siège social.

GROUPE DE TRAVAIL SUR LA PROTECTION DES ENTREPRISES QUÉBÉCOISES

À la suite de ses consultations, des études effectuées aux fins de la préparation de ce rapport et de sa revue des analyses faites sur le sujet, le Groupe de travail sur la protection des entreprises québécoises s'est donné quelques principes directeurs qui ont guidé ses recommandations au ministre des Finances et de l'Économie.

L'IMPORTANCE DES SIÈGES SOCIAUX

L'importance économique et sociale des sièges sociaux situés au Québec est considérable. Ces sièges sociaux procurent un nombre élevé d'emplois de haut niveau et bien rémunérés. Au-delà des emplois reliés directement aux sièges sociaux eux-mêmes, il faut aussi considérer ceux de nombreux fournisseurs, notamment de firmes professionnelles spécialisées qui gravitent autour des sièges sociaux. Cette grappe de firmes spécialisées rend les villes qui accueillent les sièges sociaux encore plus attrayantes pour plusieurs autres implantations économiques. À l'inverse, la disparition d'un siège social occasionne plus que des pertes d'emplois directs. Elle réduit aussi la demande locale pour les services professionnels, d'hébergement ou de transport aérien, diminuant ainsi la force d'attraction de la ville touchée par cette perte.

Il faut donc se préoccuper non seulement de la conservation des sièges sociaux, mais aussi de leur croissance et de leur développement. Des sièges sociaux de firmes florissantes qui se développent à l'échelle de la planète sont au cœur de grandes métropoles comme Montréal. Il ne s'agit pas que de les protéger : il faut mettre en place des conditions pour stimuler leur développement, augmentant ainsi leurs impacts économiques et sociaux sur toute la collectivité québécoise.

LA VULNÉRABILITÉ DES SIÈGES SOCIAUX

Les travaux du groupe de travail ont confirmé la vulnérabilité des entreprises cotées en bourse à des offres d'achat non souhaitées. Ce constat n'est pas propre aux sociétés situées au Québec, puisque la même situation prévaut partout au Canada, les lois sur les sociétés étant généralement assez similaires et la réglementation sur les valeurs mobilières étant harmonisée dans l'ensemble du pays.

Le groupe de travail a aussi constaté que les marchés financiers avaient considérablement évolué au cours des vingt dernières années. Les investisseurs institutionnels, dominants sur le marché, négocient en bourse les actions d'entreprises qu'ils possèdent à des fréquences de plus en plus élevées. Une nouvelle génération d'investisseurs dits « alternatifs », qui gèrent des sommes considérables, a développé des stratégies d'investissement fondées sur les sciences mathématiques plutôt que sur la compréhension des enjeux d'entreprises, les appliquant souvent avec agressivité. Ce qui était auparavant considéré comme un investissement sur les qualités fondamentales d'une entreprise devient souvent un « ingrédient » dans un échafaudage de produits financiers dits « structurés ». Les marchés financiers se sont donc complexifiés, les

motivations sont plus diversifiées et souvent plus à court terme, ce qui soumet les sociétés publiques à des contraintes encore plus nombreuses.

Le groupe de travail en arrive donc à la conclusion que ces développements méritent qu'on offre aux entreprises des moyens additionnels pour gérer les situations où des offres d'achat non souhaitées sont déclenchées. D'ailleurs, il est remarquable qu'un nombre important de grandes sociétés québécoises aient une caractéristique commune, soit la présence d'actions à droit de vote multiple, ce qui permet aux fondateurs d'avoir le plein contrôle sur ces situations. Si des actions à droit de vote multiple avaient été plutôt perçues de manière négative au cours des dernières années par les marchés financiers et les gourous de la gouvernance, elles s'avèrent un outil important pour préserver la pérennité des entreprises. Cette perception négative a toutefois mené plusieurs sociétés québécoises à restreindre la durée de vie de ces actions ou à les abandonner. Cependant, plusieurs premiers appels publics à l'épargne récents se sont faits avec une catégorie d'actions à droit de vote multiple tant au Canada qu'aux États-Unis. C'est le cas notamment de Google, de Facebook, de Produits récréatifs Bombardier et de Manac.

IMPORTANCE DE NE PAS DÉVALUER LA VALEUR DES SOCIÉTÉS

Le groupe de travail est conscient qu'une approche législative trop protectrice peut amener à la fois une complaisance des sociétés publiques quant à leurs résultats et un désintérêt des marchés financiers qui pourraient y voir une source de création de valeur moindre et ainsi attribuer une moins grande valeur aux sociétés québécoises. Une telle conséquence nuirait considérablement à leur développement et à leur prospérité.

Le groupe de travail est d'avis que les mesures qu'il recommande n'iront pas à l'encontre de la reconnaissance de la pleine valeur des sociétés publiques québécoises par les marchés financiers puisque celles-ci pourront choisir de s'en prévaloir ou non.

RENDRE LE QUÉBEC PLUS CONCURRENTIEL

Bien que l'on s'inquiète que les acquisitions d'entreprises puissent mener à la disparition de sièges sociaux, le Québec doit également s'assurer que les sièges sociaux déjà présents seront encouragés à s'y développer. Un siège social regroupe habituellement les plus hauts dirigeants de l'entreprise. Ceux-ci sont les mieux rémunérés et, typiquement, la majorité de cette rémunération provient de régimes de rémunération qui varient selon les résultats de l'entreprise sur plusieurs années. Il importe donc que le régime d'imposition du Québec soit hautement concurrentiel avec ceux des autorités fiscales avoisinantes, si on veut attirer ces hauts dirigeants au Québec et qu'ils y demeurent. Les politiques de taxation se doivent d'être concurrentielles, ce qu'elles ne sont plus depuis près de dix ans.

AUGMENTER LA PÉRENNITÉ DES SOCIÉTÉS QUÉBÉCOISES

Un facteur moins connu et surtout moins spectaculaire qu'une offre hostile peut aussi mener à la vente d'une entreprise et provoquer la fermeture d'un siège social. Il s'agit du régime d'imposition sur les gains en capital qui s'applique au décès d'un fondateur d'entreprise.

Ce régime n'est pas unique au Québec puisqu'il s'applique partout au Canada, sauf dans le contexte d'une entreprise agricole, qui peut être transmise sans imposition d'une génération à l'autre.

Le groupe de travail croit que le Québec pourrait prendre exemple sur plusieurs pays européens où la transmission de la propriété des actions d'une entreprise d'une génération à l'autre peut se faire sans être assujettie à l'impôt tant que la propriété est conservée et que l'entreprise demeure en activité.

Au Québec comme dans le reste du Canada, au décès des fondateurs ou des actionnaires importants, il y aura une « disposition présumée » des actions de l'entreprise qu'ils possèdent. Cette disposition présumée, que les actions soient vendues ou pas, entraîne l'imposition du gain en capital sur la valeur des actions accumulé au cours de toute une vie, ce qui peut être considérable. Dans certains cas, cette exigence fiscale entraîne la vente de l'entreprise afin de permettre à la succession d'être en mesure d'acquitter les impôts déclenchés par le décès. Dans d'autres cas, des planifications successorales aussi complexes que coûteuses tentent de contourner ce déclenchement d'impôt à payer, pour ne pas forcer la vente de l'entreprise. Il faut cependant retenir qu'au fil des ans, l'évolution du régime d'imposition a fait en sorte qu'aucune de ces planifications ne peut reporter le gain présumé indéfiniment.

Le groupe de travail considère qu'au moment où plusieurs entreprises d'importance au Québec, issues de la révolution du monde des affaires au cours des derniers trente ans, sont aux prises avec des défis importants de succession, le gouvernement du Québec devrait se pencher sur des mesures pour faciliter la transmission des entreprises aux générations futures. Cela permettrait de conserver plus de sièges sociaux au Québec pour longtemps.

Une autre façon de favoriser la pérennité des entreprises est de faciliter la transmission de leur propriété à d'autres investisseurs du Québec. Plusieurs fonds d'investissement au Québec, tant publics que privés, ont démontré de l'intérêt au cours des dernières années pour la transmission de la propriété des entreprises, soit d'une génération à l'autre, soit d'un fondateur à ses employés ou soit d'un fondateur à un autre groupe de propriétaires du Québec. Ces dossiers sont généralement complexes, requièrent beaucoup de patience et sont dispersés sur le territoire québécois. Le capital requis pour de telles transactions est souvent bien supérieur aux moyens des acheteurs québécois intéressés, ce qui nécessite des montages financiers qui peuvent aller au-delà des contraintes de placement qui s'appliquent aux fonds qui s'intéressent à ces transactions. En effet, on retrouve souvent des limitations sur la participation maximale qu'un fonds peut consacrer à un seul placement. Plusieurs de ces fonds ne peuvent pas prendre la majorité du capital d'une entreprise, même temporairement, pour faciliter le montage financier nécessaire. Certains fonds plus impliqués dans la transmission

de la propriété pourraient aussi bénéficier de plus de capital pour augmenter leur niveau d'activités.

C'est pourquoi le groupe de travail est d'avis que le ministre des Finances et de l'Économie devrait examiner les changements législatifs ou réglementaires qui pourraient faciliter la tâche de ces fonds d'investissements dans leur mission de faciliter la transmission de la propriété des entreprises au Québec.

AUGMENTER L'INTÉRÊT DES SOCIÉTÉS POUR SE CONSTITUER OU SE CONTINUER EN VERTU DES LOIS QUÉBÉCOISES

Aujourd'hui, les sociétés basées au Québec ont le choix de se constituer en vertu de la Loi canadienne sur les sociétés par actions (LCSA) ou de la Loi sur les sociétés par actions du Québec (LSAQ). Le groupe de travail n'a pas remarqué de tendances particulières qui font qu'une entreprise se constitue ou se continue en vertu de l'une ou l'autre des deux lois. Il va sans dire que le gouvernement du Québec ne peut que modifier la LSAQ, et que tout changement qu'il pourrait faire ne s'appliquera qu'aux sociétés étant sous le régime de la loi québécoise, ce qui en limitera la portée.

Aux États-Unis, les sociétés peuvent choisir de se constituer en vertu des lois de l'État de leur choix. C'est ainsi que l'État du Delaware a vu un très grand nombre de sociétés de partout aux États-Unis s'y constituer ou s'y continuer. Les observateurs notent généralement que la loi du Delaware offre beaucoup d'avantages et de flexibilité aux entreprises s'y constituant. Mais il y a plus. Au fil des ans, les cours de justice du Delaware ont acquis une expertise telle dans les litiges de droit des sociétés qui y sont traités que beaucoup de sociétés considèrent aujourd'hui que c'est l'endroit idéal pour se constituer en société. Les règles sont claires, la jurisprudence, considérable, et les juges, compétents en ces matières.

Le groupe de travail considère que la LSAQ pourrait devenir plus attrayante pour les entreprises et que les instances qui entendent les litiges qui en découlent, plus reconnues pour leur expertise. Ce faisant, le nombre d'entreprises constituées au Québec pourrait augmenter, rendant les mesures proposées par le groupe de travail plus universelles, et, partant, plus efficaces.

RECOMMANDATIONS

Le groupe de travail souhaite donc faire au ministre des Finances et de l'Économie les recommandations suivantes relativement à la protection des sièges sociaux du Québec.

RECOMMANDATIONS CONCERNANT LA LOI SUR LES SOCIÉTÉS PAR ACTIONS DU QUÉBEC

1. Modifier la LSAQ afin de rendre possible l'adoption d'un droit de vote variable en fonction de la durée de détention des actions de sociétés. La formule d'application proposée est la suivante :
 - les actions avec droit de vote de la société pourront comporter un droit de vote additionnel lorsque le propriétaire véritable en sera détenteur depuis deux ans ou plus.
 - La mesure prévue pourra être introduite aux statuts de constitution de la société.
 - La mesure prévue pourra aussi être introduite aux statuts de la société subséquemment à sa constitution ou être retirée en tout temps par résolution spéciale des actionnaires, auxquels cas les actionnaires pourront exercer leurs droits habituels.
2. Modifier la LSAQ afin de permettre l'adoption de dispositions interdisant certaines opérations pour les sociétés faisant l'objet d'une OPA non approuvée par le conseil d'administration. La formule d'application proposée serait la suivante :
 - une fusion ou autre regroupement des actifs de la société avec ceux de l'offrant ou une vente importante d'actifs représentant 15 % de la société sont interdits pendant 5 ans;
 - l'offrant doit remettre à la société les profits réalisés dans les 24 mois suivant l'OPA lors de la revente de titres de la société acquis au cours des 12 mois précédant le lancement de l'OPA;
 - la révocation du mandat en cours d'un administrateur (d'une durée maximale de trois ans) ne pourra s'effectuer avant la fin de son terme;
 - l'offrant ne pourra pas exercer son droit de vote pour les actions qu'il détiendra suivant le lancement de l'OPA. Cette mesure s'appliquera jusqu'à ce que les autres actionnaires, à l'exclusion des administrateurs et des dirigeants-actionnaires, adoptent une résolution aux deux tiers des voix, redonnant ces droits de vote à l'initiateur d'une OPA et aux personnes qui lui sont liées;
 - les mesures prévues ci-haut pourront être introduites aux statuts de constitution de la société;

— les mesures prévues ci-haut pourront aussi être introduites aux statuts de la société subséquemment à sa constitution ou être retirées en tout temps par résolution spéciale des actionnaires, auxquels cas les actionnaires pourront exercer leurs droits habituels.

3. Des mesures similaires à celles prévues aux recommandations 1 et 2 devraient être applicables à toutes entités constituées au Québec susceptibles de faire un appel public à l'épargne et de faire l'objet d'une offre d'achat hostile. Ainsi, elles devraient être applicables aux entités émettrices régies par le Code civil du Québec telles que certaines fiducies.

RECOMMANDATIONS RELATIVES AUX ORGANISMES RÉGISSANT LES VALEURS MOBILIÈRES

4. Le groupe de travail appuie la proposition de l'Autorité des marchés financiers qui vise à permettre aux conseils d'administration des sociétés qui font l'objet d'une OPA hostile d'exercer pleinement leurs devoirs fiduciaires, et est d'avis que cette proposition, dans la mesure où elle est appliquée à l'ensemble des entreprises cotées en bourse qui sont des émetteurs assujettis au Canada, est de nature à rétablir l'équilibre entre l'initiateur d'une OPA non sollicitée et la société visée. Dans cette perspective, le groupe de travail recommande que le ministre des Finances et de l'Économie détermine si des changements de nature législative ou réglementaire pourraient faciliter une telle mise en œuvre de la proposition de l'Autorité.
5. Transformer le Bureau de décision et de révision en un tribunal administratif spécialisé composé de juges de la Cour du Québec. La structure de ce tribunal pourrait s'inspirer du Tribunal des professions.

LE DÉVELOPPEMENT ET LA PÉRENNITÉ DES SIÈGES SOCIAUX

6. Prévoir un traitement fiscal plus avantageux favorisant la détention d'actions par les employés de sociétés cotées en bourse en reportant l'imposition des employés au moment de la vente des actions plutôt qu'au moment de leur acquisition.
7. Accorder un traitement fiscal des gains sur options d'achat d'actions plus favorable qu'ailleurs au Canada afin de maximiser le développement des sièges sociaux et la venue et la rétention des hauts dirigeants au Québec ou, à tout le moins harmoniser ce traitement avec les autres provinces canadiennes.
8. Réévaluer le régime d'imposition du Québec pour permettre aux propriétaires et aux actionnaires importants d'une entreprise de reporter l'imposition du gain lors de la transmission de la propriété de la société à une autre génération et introduire une mesure permettant aux fiducies familiales de reporter la réalisation du gain attribuable à leur participation importante dans une entreprise au moment de la vente plutôt que tous les 21 ans, tant que l'entreprise demeure active.

9. Favoriser la participation financière et opérationnelle des fonds d'investissement québécois afin de faciliter la transmission des sociétés du Québec vers une relève québécoise et, en conséquence, examiner les changements législatifs et réglementaires qui pourraient être requis.

