

Avis multilatéral 61-302 du personnel des ACVM**Examen du personnel et commentaires sur la Norme multilatérale 61-101 sur les *mesures de protection des porteurs minoritaires lors d'opérations particulières***

Le 27 juillet 2017

Introduction

Le personnel des autorités en valeurs mobilières de l'Ontario, du Québec, de l'Alberta, du Manitoba et du Nouveau-Brunswick (collectivement, le **personnel** ou **nous**) publie le présent avis pour informer les participants au marché au sujet de ce qui suit :

1. nos activités actuelles et envisagées d'examen et de surveillance des opérations assujetties à la Norme multilatérale 61-101 sur les *mesures de protection des porteurs minoritaires lors d'opérations particulières* (la **Norme multilatérale 61-101**);
2. notre point de vue concernant :
 - a) le rôle du conseil d'administration ou du comité spécial composé d'administrateurs indépendants dans la négociation, l'examen et l'approbation ou la recommandation d'opérations donnant lieu à un conflit d'intérêts important;
 - b) les obligations d'information permettant aux porteurs de prendre des décisions éclairées à savoir s'il convient de voter en faveur de telles opérations projetées ou de déposer leurs titres en réponse à celles-ci.

Le présent avis fait état de l'expérience récente du personnel en Ontario et au Québec quant à l'examen des opérations donnant lieu à un conflit d'intérêts important. Il présente également aux participants au marché la démarche en matière d'examen des opérations adoptée par le personnel en Ontario et au Québec et que celui de l'Alberta, du Manitoba et du Nouveau-Brunswick compte aussi mettre en œuvre.

Dans le présent avis du personnel, on entend par « opération donnant lieu à un conflit d'intérêts important » une offre d'achat faite par un initié, une offre publique de rachat, un regroupement d'entreprises et une opération avec une personne apparentée, au sens de la Norme multilatérale 61-101, qui soulève des préoccupations importantes au sujet de la protection des porteurs minoritaires. Par conséquent, dans le présent avis du personnel, cette expression ne désigne pas, de manière générale, une opération visée accessoirement par la Norme multilatérale 61-101, comme une opération qui ne constitue un regroupement d'entreprises qu'en raison d'avantages accessoires liés à l'emploi.

Par ailleurs, dans le présent avis du personnel, l'expression « porteur minoritaire » désigne le porteur de titres de capitaux propres d'un émetteur assujéti qui n'est pas une « personne intéressée », au sens de la Norme multilatérale 61-101, relativement à une opération donnant lieu à un conflit d'intérêts important.

Objet de la Norme multilatérale 61-101

La Norme multilatérale 61-101 instaure un régime qui réduit les risques pour les porteurs minoritaires lorsqu'une personne apparentée à un émetteur, qui peut bénéficier d'un meilleur accès à des renseignements ou exercer une influence significative, participe à une opération donnant lieu à un conflit d'intérêts important.

Les principes qui sous-tendent cette règle, à savoir que tous les porteurs doivent être traités d'une manière équitable et perçue comme équitable, sont énoncés à l'article 1.1 de l'Instruction complémentaire relative à la Norme multilatérale 61-101 sur les *mesures de protection des porteurs minoritaires lors d'opérations particulières* (**l'Instruction complémentaire 61-101**).

La Norme multilatérale 61-101 met ces principes en œuvre au moyen de protections procédurales destinées aux porteurs minoritaires qui comprennent des évaluations officielles, de l'information enrichie et une approbation de la majorité de ces porteurs. Il prévoit également la participation d'un comité spécial composé d'administrateurs indépendants dans des circonstances précises, et l'Instruction complémentaire 61-101 recommande d'en former un dans toutes les opérations donnant lieu à un conflit d'intérêts important.

Nous sommes conscients que la 61-101 vient s'ajouter aux obligations incombant aux émetteurs et aux recours dont bénéficient les porteurs minoritaires en vertu notamment du droit des sociétés et du droit contractuel. Si la Norme multilatérale 61-101 met l'accent sur les intérêts des porteurs minoritaires, il reste que le conseil d'administration a un devoir plus large envers l'émetteur en vertu du droit des sociétés. À notre avis, les intérêts de l'émetteur et de ses porteurs minoritaires n'entrent généralement pas en conflit lors d'opérations encadrées par la Norme multilatérale 61-101. Si toutefois le conseil d'administration estime qu'il y a un conflit, nous nous attendons à ce qu'il explique ce dont il s'agit dans le document d'information relatif à l'opération et en précise l'incidence sur sa décision de soumettre l'opération à l'approbation des porteurs minoritaires.

Interprétation

Le personnel interprète les obligations prévues par la Norme multilatérale 61-101 de façon large, en tenant compte de leur finalité et des principes qui les sous-tendent. Nous tenons également compte de l'évolution des attentes des porteurs et du marché à la lumière de l'exercice de la compétence des autorités en valeurs mobilières en matière d'intérêt public et des changements qu'ont connus le droit des sociétés et les pratiques du marché.

Nous nous attendons à ce que les participants au marché interprètent les obligations prévues par la Norme multilatérale 61-101 de la même façon et adoptent des pratiques conçues pour réduire efficacement les conflits propres aux opérations donnant lieu à un conflit d'intérêts important. Si nous soupçonnons qu'une opération n'a pas été réalisée en respectant la Norme multilatérale 61-101, les indications de l'Instruction complémentaire 61-101 et les décisions des autorités en

valeurs mobilières, nous en évaluerons la conformité à cette règle pour déterminer si elle soulève des questions d'intérêt public.

Examens des opérations particulières

Le personnel examine les opérations donnant lieu à un conflit d'intérêts important en temps réel pour en évaluer la conformité aux obligations prévues par la Norme multilatérale 61-101 et déterminer si elles soulèvent des préoccupations en matière d'intérêt public.

Moment et portée des examens des opérations particulières

Le programme d'examen du personnel se veut une façon de cerner et de résoudre les problèmes en temps réel, avant qu'une opération ne soit approuvée par les porteurs ou conclue, afin de réduire le risque de préjudice pour les porteurs minoritaires.

Le personnel entame généralement l'examen d'une opération donnant lieu à un conflit d'intérêts important au moment du dépôt d'un document d'information¹ relatif à celle-ci. Il se concentre sur la conformité aux obligations d'information et aux conditions des dispenses, prévues par la Norme multilatérale 61-101, des obligations d'obtenir une évaluation officielle et l'approbation des porteurs minoritaires, ainsi que sur la teneur et la communication du processus suivi par le conseil d'administration de l'émetteur ou le comité spécial dans son évaluation de l'opération. Toute plainte reçue par le personnel est prise en compte dans l'examen.

Lors de l'examen des documents d'information relatifs aux opérations donnant lieu à un conflit d'intérêts important, nous tenons généralement compte des éléments suivants :

- a) la conformité aux obligations d'information qui permettent aux porteurs minoritaires de prendre des décisions éclairées, y compris la fourniture de l'information enrichie prévue par la Norme multilatérale 61-101;
- b) le cas échéant, l'obtention par l'émetteur d'une évaluation officielle conforme à la Norme multilatérale 61-101 et son inclusion en résumé ou en totalité dans le document d'information;
- c) lorsque l'approbation des porteurs minoritaires est requise, la question de savoir si l'émetteur a exclu toutes les parties ne faisant pas dûment partie de la minorité;
- d) lorsqu'un émetteur indique qu'elle se prévaut d'une dispense de l'obligation d'obtenir une évaluation officielle ou l'approbation des porteurs minoritaires, la question de savoir si le document d'information permet raisonnablement de conclure que la dispense est ouverte;
- e) la question de savoir si le processus suivi par le conseil d'administration de l'émetteur dans la négociation et l'examen d'une opération projetée (notamment l'existence ou l'absence d'un comité spécial composé d'administrateurs indépendants) porte à croire que les intérêts des porteurs minoritaires n'ont pas été correctement protégés, et la convenance de la communication de ce processus.

¹ Au nombre des documents d'information, on compte les circulaires de sollicitation de procurations et les notes d'information ainsi que les communiqués et les déclarations de changement important déposés relativement aux opérations dispensées de l'obligation d'obtenir l'approbation des porteurs minoritaires prévue par la Norme multilatérale 61-101.

Collecte de renseignements

Dans le cadre de l'examen, le personnel peut communiquer avec l'émetteur ou son conseiller juridique s'il décèle un problème potentiel de conformité ou d'intérêt public. Nous pouvons poser des questions détaillées, verbalement ou par écrit, ou encore demander des documents justificatifs (notamment les procès-verbaux des réunions du conseil d'administration et du comité spécial, le mandat du comité spécial et les travaux relatifs à l'évaluation officielle).

En raison des contraintes de temps associées aux opérations dont nous sommes bien conscients, nous tentons d'effectuer nos examens le plus directement et rapidement possible. Nous pouvons cependant demander une interdiction d'opération provisoire ou toute autre ordonnance à l'égard d'une opération projetée si nous jugeons qu'il est dans l'intérêt public de le faire.

Recours

Le personnel peut prendre les mesures suivantes s'il décèle des problèmes de conformité à la Norme multilatérale 61-101 ou des problèmes potentiels d'intérêt public dans le cadre de son examen :

- a) exiger que l'émetteur corrige l'information en temps opportun ou qu'il prenne toute autre mesure;
- b) obtenir les ordonnances appropriées en vertu de la législation en valeurs mobilières à l'égard de l'opération;
- c) prendre des mesures d'application de la loi dans certains cas, notamment lorsqu'il estime que de l'information trompeuse sur un point important a été présentée ou que d'autres dispositions applicables des lois sur les valeurs mobilières n'ont pas été respectées.

Point de vue du personnel sur les comités spéciaux et l'information enrichie

Le point de vue du personnel sur les comités spéciaux composés d'administrateurs indépendants et les obligations d'information enrichie est exposé ci-après. Il repose sur les obligations prévues par la Norme multilatérale 61-101 et les indications connexes de l'Instruction complémentaire 61-101, les décisions des autorités en valeurs mobilières concernant les questions de conformité et d'intérêt public relatives à cette règle et les problèmes décelés pendant l'examen des opérations donnant lieu à un conflit d'intérêts important.

Comités spéciaux

Introduction

Le personnel s'attend à ce que le conseil d'administration d'un émetteur gère adéquatement les conflits d'intérêts qui surviennent dans le cadre d'opérations donnant lieu à un conflit d'intérêts important, et l'une des principales façons de le faire consiste à former un comité spécial composé d'administrateurs indépendants qui, notamment, veillent à ce que les intérêts des porteurs minoritaires soient pris en compte de façon équitable dans la négociation et l'examen de ces opérations.

Nous reconnaissons que la constitution d'un tel comité n'est pas le seul dispositif de gouvernance à même de protéger les intérêts des porteurs minoritaires de façon conforme aux principes qui sous-tendent la Norme multilatérale 61-101. Dans certains cas, le conseil d'administration peut régler les problèmes soulevés dans le présent avis du personnel et protéger adéquatement ces porteurs sans constituer de comité, par exemple lorsqu'il se compose entièrement d'administrateurs indépendants ou qu'il fait le nécessaire pour tenir ses délibérations sans ingérence ni influence des administrateurs en situation de conflit d'intérêts. Dans le présent avis du personnel, un « comité spécial » s'entend aussi d'un conseil d'administration agissant de cette façon.

Bien que le recours à un comité spécial composé d'administrateurs indépendants soit imposé par la Norme multilatérale 61-101 uniquement dans le cas d'une offre publique d'achat faite par un initié, le personnel estime qu'il est souhaitable de former un tel comité pour toutes les opérations donnant lieu à un conflit d'intérêts important. Un comité spécial dûment constitué et doté d'un mandat fort s'assure que les intérêts des porteurs minoritaires sont pris en considération de façon adéquate et peut ainsi atténuer les conflits sous-jacents à ces opérations. Notre point de vue est conforme aux indications figurant au paragraphe 6 de l'article 6.1 de l'Instruction complémentaire 61-101.

De l'avis du personnel, la participation active d'un comité spécial au processus sans ingérence ni influence indue de personnes en situation de conflit d'intérêts aide les émetteurs à se conformer à la Norme multilatérale 61-101 et atténue les préoccupations potentielles en matière d'intérêt public. Cette pratique devrait également réduire le risque qu'une opération fasse l'objet d'une plainte auprès des autorités en valeurs mobilières et la probabilité que le personnel soulève des questions d'ordre procédural lors de son examen.

En outre, nous estimons que les obligations d'information enrichie prévues par la Norme multilatérale 61-101 ainsi que les indications pertinentes figurant dans l'Instruction complémentaire 61-101 supposent qu'un processus efficace a été mis en place pour permettre au conseil d'administration d'informer adéquatement les porteurs quant au caractère opportun ou équitable de l'opération qui leur est proposée.

Constitution en temps opportun et efficacité d'un comité spécial

Dans le cadre de ses examens, le personnel a constaté que le comité spécial était parfois constitué après que l'essentiel de l'opération projetée eut été négocié ou qu'il semblait passif et n'avait pas examiné rigoureusement les circonstances ayant mené à la conclusion de l'opération, les solutions de rechange possibles et l'opération en elle-même. Le personnel estime que, dans ces circonstances, le comité spécial avait été inefficace et n'avait pas rempli ses principales fonctions, qui consistent à tenir compte des intérêts des porteurs et à aider le conseil d'administration à déterminer s'il doit leur recommander l'opération.

Composition du comité spécial

À la lumière de nos examens, nous estimons que la composition du comité spécial peut avoir une incidence sur son efficacité. Bien que le comité puisse inviter des administrateurs non

indépendants et d'autres personnes ayant des connaissances spécialisées à le rencontrer, à lui fournir de l'information et à exécuter ses instructions, nous croyons que les personnes non indépendantes ne devraient pas être présentes ni participer aux délibérations qui mènent à la prise de décisions.

Le personnel peut également examiner si :

- a) les membres du comité spécial sont indépendants au sens de la Norme multilatérale 61-101;
- b) le comité spécial agit de façon indépendante et peut s'acquitter de son mandat sans influence induite des parties intéressées et sans accorder trop d'importance à leurs intérêts.

Rôle et processus du comité spécial

Pour être efficace, le comité spécial doit gérer adéquatement les conflits d'intérêts². On reconnaît généralement un comité spécial bien géré dans le contexte d'une opération donnant lieu à un conflit d'intérêts important à son mandat fort, à son recours aux services de conseillers indépendants, à la supervision ou à la conduite directe des négociations, à la tenue efficace des dossiers et à la conduite non coercitive des parties intéressées. Le personnel est conscient que la conduite d'un comité spécial est également assujettie au droit des sociétés et aux obligations fiduciaires. Cependant, comme il est indiqué dans la décision *Hudbay Minerals Inc.*³, [traduction] « ce genre de question ne relève pas uniquement des tribunaux⁴ ». Dans plusieurs décisions, les autorités en valeurs mobilières ont considéré le rôle du conseil d'administration ou du comité spécial et le processus suivi dans l'examen et l'approbation ou la recommandation d'une opération ou d'une question⁵.

Mandats

Dans le cadre de nos examens, nous avons aussi constaté à plusieurs reprises que le comité spécial avait un mandat restreint ou ne semblait pas l'avoir exercé pleinement. Nous invitons les conseils d'administration à accorder aux comités spéciaux un mandat large les autorisant à régler les questions fondamentales relatives à une opération⁶.

Le personnel est conscient que le mandat du comité spécial est défini en fonction de l'opération en cause. Il s'attend généralement toutefois à ce qu'il puisse :

- a) soit négocier soit superviser la négociation d'une opération projetée, au lieu de simplement l'examiner et la prendre en considération⁷;

² *Re Magna International Inc.* (2011), 34 OSCB 1290 [*Magna*] par. 229.

³ (2009), 32 OSCB 3733

⁴ *Ibid.*, par. 235

⁵ Voir, par exemple, *Re Standard Trustco Ltd.* (1992), 15 OSCB 4322, *Re YBM Magnex International Inc* (2003), 26 OSCB 5285, *Re Sears Canada Inc* (2006), 25 OSCB 8766 [*Sears*], *Re AiT Advanced Information Technologies Corp* (2008), 31 OSCB 712, *Re Rowan* (2008), 31 OSCB 6515, *Re Neo Material Technologies Inc* (2009), 32 OSCB 6941, *Magna*, note 2 ci-dessus.

⁶ *Magna*, note 2, ci-dessus, par. 229.

⁷ *Ibid.*, par. 222.

- b) considérer les solutions de rechange à l'opération projetée qui peuvent être disponibles, notamment le maintien du statu quo ou la recherche d'autres opérations qui accroîtraient la valeur pour les porteurs minoritaires;
- c) formuler une recommandation concernant l'opération projetée⁸ ou, s'il ne le fait pas, indiquer ses motifs en détail;
- d) retenir les services de ses propres conseillers juridiques et financiers indépendants, sans participation ni ingérence des parties intéressées ou de leurs représentants.

Le personnel pourrait être préoccupé par un mandat restreignant les fonctions du comité spécial à l'examen de ce qui suit :

- a) une proposition élaborée par la haute direction conjointement avec une personne apparentée⁹;
- b) la question de savoir si l'opération projetée devrait être soumise au vote des porteurs¹⁰.

Négociations

La décision *Magna* indique que [traduction] « le processus de négociation constitue un aspect fondamental du processus qui devrait être mené ou supervisé par le comité spécial¹¹ ». Le personnel reconnaît que la nature exacte de la participation d'un comité spécial aux négociations sera tributaire du contexte d'une opération donnée. Dans certains cas, le comité spécial pourrait négocier l'opération dès le début, que ce soit directement, par l'intermédiaire de conseillers ou d'une autre façon, sous sa supervision. Dans d'autres circonstances, l'opération pourrait être négociée à un stade préliminaire par les principales parties intéressées. Toutefois, lorsque le comité spécial n'a pas participé aux négociations préliminaires, nous estimons qu'il est essentiel que le conseil d'administration et le comité spécial ne soient pas liés par celles-ci et que les autres aspects du rôle du comité soient clairs, notamment qu'il ait le mandat d'examiner, de négocier davantage et de considérer les solutions de rechange qui peuvent être disponibles.

Conseillers financiers et attestations d'équité

Le personnel est conscient que les attestations d'équité obtenues par les comités spéciaux et les conseils d'administration auprès de conseillers financiers dans le cadre d'opérations importantes ne sont pas requises par la Norme multilatérale 61-101 ni abordées dans l'Instruction complémentaire 61-101.

Hormis l'obligation prévue par la Norme multilatérale 61-101 d'obtenir une évaluation officielle, nous estimons qu'il incombe au conseil d'administration et à tout comité spécial de déterminer si une attestation d'équité est nécessaire pour l'aider à formuler une recommandation aux porteurs à l'égard d'une opération projetée. Le personnel estime que le conseil d'administration et le comité spécial ont, de façon générale, la responsabilité de déterminer les modalités et de

⁸ *Ibid.*, au par. 224.

⁹ *Ibid.*, par. 221.

¹⁰ *Ibid.*, par. 224.

¹¹ *Ibid.*, par. 218.

mobiliser des ressources financières adéquates pour retenir les services d'un conseiller pour fournir une attestation d'équité.

Dans le cadre de nos examens, nous avons constaté plusieurs fois que le comité spécial avait demandé une attestation d'équité, mais ne semblait pas avoir considéré adéquatement le caractère opportun ou équitable de l'opération projetée. Une telle attestation se prononce sur le caractère équitable d'une opération d'un point de vue financier. Nous estimons que le comité ne peut substituer les résultats d'une attestation d'équité à son propre jugement pour déterminer si une opération est dans l'intérêt de l'émetteur et de ses porteurs minoritaires; un comité spécial efficace et doté d'un mandat clair devrait généralement considérer l'opération dans une perspective plus large. Le comité devrait par ailleurs procéder à un examen approfondi de toute attestation d'équité obtenue et mettre à profit son expérience et ses connaissances de l'émetteur pour évaluer les hypothèses et les méthodes utilisées par le conseiller financier.

Dans le cadre de nos examens, nous avons aussi observé à quelques reprises que le comité spécial avait omis de se pencher sur les travaux financiers antérieurs, et notamment de se demander s'ils constituaient une évaluation antérieure ou de l'information importante à communiquer et dans quelle mesure ils étaient pertinents pour recommander l'opération.

Conduite coercitive des parties intéressées

De l'avis du personnel, le comité spécial peut jouer un rôle particulièrement important dans la protection des droits et des intérêts des porteurs minoritaires pendant une opération contestée donnant lieu à un conflit d'intérêts important, comme une offre publique d'achat non sollicitée faite par un initié, ou lorsqu'une partie intéressée tente d'exercer une influence indue sur la négociation d'une opération avec l'émetteur. Le comité devrait pouvoir s'acquitter de ses responsabilités [traduction] « sans subir d'influence indue ni faire l'objet de mesures de coercition ou de menaces, que ce soit de façon expresse ou implicite¹² ». Toute tentative d'une partie intéressée d'exercer une influence indue peut miner la confiance des porteurs dans le processus suivi par le comité spécial et, de façon générale, dans les marchés financiers. Le personnel estime que les personnes apparentées participant à une opération devraient collaborer avec le comité et s'abstenir de tout comportement qui pourrait être interprété comme abusif ou coercitif.

Information enrichie

Introduction

Les obligations d'information enrichie constituent l'une des protections fondamentales des porteurs minoritaires qui sont imposées par la Norme multilatérale 61-101. Elles visent à corriger l'asymétrie de l'information qui peut exister lorsque les porteurs minoritaires doivent examiner et approuver une opération donnant lieu à un conflit d'intérêts important ou déposer leurs titres en réponse à celle-ci.

Nous souhaitons rappeler aux émetteurs que la note d'information transmise aux porteurs par l'initiateur dans le cadre d'une offre publique d'achat faite par un initié ou d'une offre publique

¹² *Re Hollinger Inc* (2005), 28 OSCB 3309, par. 80.

de rachat doit être conforme aux dispositions de la Norme canadienne 62-104 sur les *offres publiques d'achat et de rachat* (la **Norme canadienne 62-104**) et aux autres obligations d'information prévues par la Norme multilatérale 61-101. La circulaire de sollicitation de procurations transmise aux porteurs par la direction d'un émetteur dans le cadre d'un regroupement d'entreprises ou d'une opération avec une personne apparentée doit être conforme à l'Annexe 51-102A5, *Circulaire de sollicitation de procurations*, (l'**Annexe 51-102A5**) et aux autres obligations d'information prévues par la Norme multilatérale 61-101.

Normes d'information

Les normes d'information prévues dans la Norme canadienne 62-104, l'Annexe 51-102A5 et la Norme multilatérale 61-101 doivent être considérées à la lumière des dispositions pertinentes du droit des sociétés et de la législation en valeurs mobilières ainsi que des décisions des tribunaux et des autorités en valeurs mobilières. Le document d'information transmis aux porteurs devrait renfermer suffisamment de détails pour leur permettre de prendre une décision éclairée quant au vote sur l'opération donnant lieu à un conflit d'intérêts important ou au dépôt de leurs titres en réponse à celle-ci, et éviter toute information fausse ou trompeuse.

On s'attend à ce que les initiés et les émetteurs qui se conforment aux obligations d'information et aux autres obligations qui leur incombent en vertu de la Norme multilatérale 61-101 veillent à ce que les porteurs minoritaires soient traités équitablement et respectent l'esprit et l'intention de cette règle¹³. Cela signifie que les porteurs minoritaires devraient recevoir l'information nécessaire pour leur permettre de prendre une décision éclairée, et qu'il est inapproprié de transmettre de l'information tactique ou intéressée visant principalement à servir les intérêts d'une personne apparentée participant à l'opération¹⁴.

Nous estimons que l'information transmise dans le contexte d'une opération donnant lieu à un conflit d'intérêts important doit, de manière générale, contenir un exposé approfondi de ce qui suit :

- a) le processus d'examen et d'approbation;
- b) le raisonnement et l'analyse du conseil d'administration ou du comité spécial;
- c) l'opinion du conseil d'administration ou du comité spécial sur le caractère opportun ou équitable de l'opération;
- d) les solutions de rechange à l'opération qui sont raisonnablement disponibles, notamment le statu quo;
- e) les avantages et les inconvénients de l'opération.

Information sur le contexte et le processus

Dans le cadre de nos examens, nous avons cerné des problèmes relatifs à l'information sur le contexte et le processus d'approbation des opérations, notamment :

- a) la transmission d'information inadéquate sur le contexte de l'opération projetée;

¹³ *Sears*, note 5, ci-dessus, par. 196.

¹⁴ *Ibid.*, par. 195.

- b) l'absence d'exposé pertinent du processus suivi par le conseil d'administration ou le comité spécial et du fondement de la recommandation de l'opération projetée;
- c) l'omission de communiquer tout avis dissident d'administrateurs sur l'opération;
- d) la présentation d'information excessivement partielle relativement à une opération recommandée qui ne fait pas état des préoccupations qu'elle pourrait soulever ni des solutions de rechange disponibles.

Le personnel invite les émetteurs à présenter un exposé pertinent et complet du processus d'examen et d'approbation suivi par le conseil d'administration et le comité spécial pour se conformer aux dispositions de la Norme multilatérale 61-101.

Caractère opportun ou équitable d'une opération

Dans le cadre de nos examens, nous avons relevé des cas de transmission inadéquate aux porteurs de l'analyse du conseil d'administration ou du comité spécial quant au caractère opportun ou équitable de l'opération. Les paragraphes 2 et 3 de l'article 6.1 de l'Instruction complémentaire 61-101 donnent des indications à cet égard.

L'information transmise devrait également comprendre un exposé pertinent de l'analyse effectuée par les conseillers¹⁵, et de l'importance accordée par le conseil d'administration et le comité spécial aux conseils reçus dans la décision de recommander l'opération aux porteurs.

À notre avis, le conseil d'administration ou le comité spécial qui donne son opinion raisonnable quant au caractère opportun ou équitable d'une opération donnant lieu à un conflit d'intérêts important devrait, ce faisant, tenir compte des intérêts des porteurs minoritaires et ne pas se limiter à indiquer si l'opération est dans l'intérêt de l'émetteur.

Recommandation du conseil d'administration et du comité spécial

Nous reconnaissons que ni le droit des sociétés ni la législation en valeurs mobilières applicable n'oblige le conseil d'administration ou le comité spécial à recommander aux porteurs minoritaires d'exercer leurs droits de vote d'une façon ou d'une autre sur une opération projetée donnant lieu à un conflit d'intérêts important¹⁶. Si le conseil d'administration formule généralement une recommandation à l'intention des porteurs relativement à une opération projetée, lui ou un comité spécial peut exceptionnellement juger qu'une opération devrait être soumise pour examen aux porteurs sans recommandation quant au vote ou au dépôt de leurs titres. Lorsque des porteurs se voient ainsi proposer une opération, nous estimons qu'il faut leur fournir suffisamment de renseignements pour qu'ils aient [traduction] « pratiquement la même information et les mêmes analyses que celles que le comité spécial a reçues pour statuer sur les questions juridiques et d'affaires que soulève l'opération projetée¹⁷ ». L'information sur le processus d'examen et d'approbation du conseil d'administration relativement à une opération devrait expliquer pourquoi l'opération est proposée sans recommandation, notamment les raisons expliquant la décision de ne pas la recommander, et indiquer la raison pour laquelle le conseil

¹⁵ *Magna*, note 2, ci-dessus, par. 145.

¹⁶ *Ibid.*, par. 151.

¹⁷ *Ibid.*, par. 129.

s'attend à ce que les porteurs minoritaires votent à l'égard de celle-ci en l'absence d'une recommandation.

Attestation d'équité

Comme il est indiqué ci-dessus, la législation en valeurs mobilières applicable n'oblige pas un émetteur assujéti à obtenir une attestation d'équité pour pouvoir effectuer une opération donnant lieu à un conflit d'intérêts important. En revanche, lorsqu'une attestation a été demandée et que le conseiller financier n'est pas en mesure d'en fournir une ou disposé à le faire, le personnel estime que le document d'information devrait en expliquer les motifs et exposer la façon dont le comité spécial et le conseil d'administration ont tenu compte de la décision du conseiller financier et sa pertinence par rapport à toute recommandation faite aux porteurs relativement à l'opération¹⁸.

Dans le cadre de nos examens, nous avons constaté que les attestations d'équité étaient souvent limitées et ne permettaient pas aux porteurs de bien la comprendre ni n'exposaient la façon dont le conseil ou le comité spécial en avait tenu compte. Pour toute attestation d'équité obtenue relativement à une opération donnant lieu à un conflit d'intérêts important, le document d'information devrait :

- a) présenter l'entente de rémunération, notamment préciser si le conseiller financier reçoit une commission fixe, une commission conditionnelle à la transmission d'une attestation définitive ou une commission conditionnelle à la conclusion de l'opération;
- b) expliquer la façon dont le conseil ou le comité spécial a tenu compte de l'entente de rémunération avec le conseiller financier lors de l'examen des conseils fournis par celui-ci;
- c) exposer tout autre lien ou toute autre entente entre le conseiller financier et l'émetteur ou une partie intéressée qui pourrait être perçu comme un manque d'indépendance à l'égard des conseils reçus ou de l'attestation fournie;
- d) contenir un résumé clair de la méthode, de l'information et de l'analyse qui ont servi à délivrer l'attestation (notamment, le cas échéant, les mesures financières, et pas uniquement une description) pour permettre aux lecteurs d'en comprendre le fondement sans leur fournir excessivement d'information;
- e) expliquer la pertinence de l'attestation d'équité dans la décision du conseil d'administration et du comité spécial de recommander l'opération.

En ce qui concerne l'établissement et la communication des attestations d'équité relatives aux opérations visées par la Norme multilatérale 61-101, le personnel invite les participants au marché à consulter les paragraphes 21 et 24 de la Règle 29 de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières ainsi que la Norme 510 de l'Institut canadien des experts en évaluation d'entreprises, lesquelles peuvent s'appliquer à la partie fournissant une attestation d'équité ou, dans la négative, présentent une approche raisonnable pour respecter la norme appropriée applicable à ces attestations.

¹⁸ *Ibid.*, par. 162 et 164.

Conclusion

Le présent avis du personnel vise à rappeler aux participants au marché qu'ils devraient interpréter les obligations prévues par la Norme multilatérale 61-101 en fonction de leur objectif de protection des porteurs dans le cadre d'opérations donnant lieu à un conflit d'intérêts important.

Le personnel estime surtout que le comité spécial composé d'administrateurs indépendants peut constituer une mesure de protection importante pour les porteurs minoritaires dans la négociation, l'examen et la recommandation d'une opération donnant lieu à un conflit d'intérêts important. Il croit également que la conformité aux obligations et aux normes d'information applicables à ce type d'opérations passe impérativement par un document d'information qui présente exhaustivement l'objet de l'opération envisagée et les motifs pour lesquels le conseil d'administration a décidé de la recommander ou de la privilégier par rapport aux solutions de rechange.

Le personnel envisagera des mesures correctives dans les cas où une opération donnant lieu à un conflit d'intérêts important n'a pas été réalisée conformément à la législation en valeurs mobilières applicable ou soulève des préoccupations d'intérêt public ayant une incidence sur les intérêts des porteurs minoritaires.

Questions

Pour toute question, veuillez vous adresser à l'une des personnes suivantes :

Autorité des marchés financiers

Lucie J. Roy
Directrice principale du financement des sociétés
514 395-0337, poste 4361
lucie.roy@lautorite.qc.ca

Alexandra Lee
Analyste à la réglementation, Financement des sociétés
514 395-0337, poste 4465
alexandra.lee@lautorite.qc.ca

Commission des valeurs mobilières de l'Ontario

Naizam Kanji
Director
Office of Mergers & Acquisitions
416 593-8060
nkanji@osc.gov.on.ca

Jason Koskela
Manager
Office of Mergers & Acquisitions
416 595-8922
jkoskela@osc.gov.on.ca

Adeline Lee
Legal Counsel
Office of Mergers & Acquisitions
416 595-8945
alee@osc.gov.on.ca

Jordan Lavi
Legal Counsel
Office of Mergers & Acquisitions
416 593-8245
jlavi@osc.gov.on.ca

Alberta Securities Commission

Lanion Beck
Senior Legal Counsel
Corporate Finance
403 355-3884
lanion.beck@asc.ca

Danielle Mayhew
Legal Counsel
Corporate Finance
403 592-3059
danielle.mayhew@asc.ca

Commission des valeurs mobilières du Manitoba

Chris Besko
Director, General Counsel
204 945-2561
chris.besko@gov.mb.ca

Commission des services financiers et des services aux consommateurs (Nouveau-Brunswick)

Jason Alcorn
Conseiller juridique principal, Valeurs mobilières
506 643-7857
jason.alcorn@fcnb.ca