

Les prises de contrôle de sociétés québécoises : enjeux et pistes de solution

Yvan Allaire,
Président exécutif du conseil
Institut pour la gouvernance d'organisations publiques et privées IGOPP

Le 2 novembre 2012

Tableaux mis à jour en novembre 2013

(Ce texte n'engage que son auteur)

Survenant en pleine campagne électorale, la tentative d'acquisition de Rona par l'américaine Lowes a provoqué des prises de position plus ou moins judicieuses de la part des partis politiques québécois. L'affaire Rona s'est estompée depuis, l'acquéreur s'étant retiré de la scène, pour le moment du moins. L'enjeu toutefois reste d'actualité.

Les sociétés, les pays, les nations gagnent économiquement et socialement lorsque leur structure industrielle comporte une forte proportion d'entreprises domestiques dont la propriété est à l'abri des prises de contrôle non souhaitées. À cet égard, le Québec est plutôt favorisé : parmi les 100 plus grandes entreprises québécoises, selon le chiffre d'affaires, on compte 8 sociétés d'État, 15 sociétés entièrement privées, 8 coopératives, 34 sociétés contrôlées par un actionnaire ou des actionnaires reliés, 17 filiales de sociétés étrangères. (Voir à cet effet **A Capitalism of Owners**, par Allaire et Firsirotu, 2012)

Néanmoins, bon nombre des grandes sociétés québécoises cotées en bourse ne jouissent d'aucun moyen de protection contre les prises de contrôle non souhaitées. Quand et comment convient-il de protéger ces sociétés contre des prises de contrôle?

Il faut agir avec doigté en ces matières. Le chassé-croisé international et interprovincial des fusions et acquisitions joue un rôle stratégique en ce qu'il

reflète la volonté de croissance, de consolidation et d'expansion géographique des sociétés québécoises comme de celles d'ailleurs.

Mais, on ne peut tolérer plus longtemps que les règles *établies par les commissions des valeurs mobilières canadiennes* pour encadrer les opérations de fusions/acquisitions rendent les conseils d'administration incapables de s'opposer à une prise de contrôle de leur société. Pire, dès qu'une offre d'achat est rendue publique, les administrateurs de la société sont convertis de par les règles actuelles en agents de vente aux enchères.

Cet enjeu n'est *pas québécois mais canadien*. Déjà, en 2008, le **Groupe d'étude sur les politiques en matière de concurrence** formulait au gouvernement fédéral des recommandations concrètes à cet effet :

- Les commissions des valeurs mobilières devraient abroger l'Instruction nationale 62-202 (Les mesures de défense contre une offre publique d'achat).
- Les commissions des valeurs mobilières devraient cesser de réglementer le comportement des conseils d'administration en ce qui a trait aux régimes de protection des droits des actionnaires (« pilules empoisonnées »).
- Les tribunaux [plutôt que les commissions des valeurs mobilières] devraient surveiller étroitement les obligations des administrateurs pour ce qui est des questions touchant les fusions et les acquisitions.
- La Commission des valeurs mobilières de l'Ontario devrait être un chef de file parmi les Autorités canadiennes en valeurs mobilières en apportant les changements décrits ci-dessus et prendre les devants si aucun geste collectif n'est posé avant la fin de 2008.

Ces recommandations n'ont pas eu de suite, demeurent en suspens, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario étant la plus réticente de toutes à apporter quelque changement au régime actuel.

Pourtant, aux États-Unis, ce pays présumé de toutes les libertés, chaque état a juridiction sur les entreprises incorporées selon les lois de sa législature en toute matière incluant les tentatives de prise de contrôle, *qu'elles proviennent d'une entreprise étrangère ou d'une entreprise américaine*. La Commission des valeurs mobilières américaine (la SEC), contrairement aux commissions canadiennes, ne se mêle pas de ces questions.

Devant la grogne populaire provoquée par la frénésie des prises de contrôle « hostiles » par des fonds de privatisation (appelés « *Leverage Buy-out Funds* » à l'époque) au cours des années 1980, plus de 30 états américains mirent en place des lois pour donner aux conseils d'administration les moyens de repousser toute tentative de prise de contrôle que le conseil jugeait ne pas être dans l'intérêt de la société ou de ses parties prenantes. Ces initiatives juridiques mirent pratiquement fin aux tentatives hostiles de prises de contrôle dans les états qui avaient ainsi renforcé l'autorité des conseils d'administration.

L'envergure de l'enjeu

L'examen des 50 plus grandes sociétés québécoises cotées en bourse (selon la valeur boursière) révèle, comme le montrent les deux tableaux suivants, que fort heureusement plusieurs champions industriels québécois se sont dotés d'une structure de capital qui les met ainsi à l'abri de tentatives de prises de contrôle. En fait, parmi ces 50 plus grandes entreprises québécoises, selon leur valeur boursière, ***pas moins de 18*** sont sous le contrôle¹ d'un actionnaire (ou d'actionnaires reliés) : les Bombardier, Power, CGI, Quebecor, Groupe Jean Coutu, Alimentation Couche Tard, Cogeco, Saputo Transcontinental, et autres.

¹ Par contrôle, nous entendons toutes les situations où un actionnaire ou des actionnaires reliés détiennent plus de 33% des votes totaux.

Seize sociétés québécoises incorporées selon la loi fédérale - avec mesures de protection

Société	Capitalisation boursière en M\$ au 1-11-2013	Mécanisme de Contrôle
Canadian National Railway Company	48 426,40	Actionnaires significatifs sans contrôle avec autre système de protection
BCE Inc.	35 388,46	Actions ordinaires avec Restrictions à la propriété étrangère
Corporation Financiere Power	24 371,92	Actionnaires de contrôle
Banque nationale du Canada	14 774,33	Actions ordinaires avec Restriction relatives à la propriété des actions
Power Corporation du Canada	14 085,27	Double classe d'actions et Actionnaires de contrôle
Saputo Inc.	10 068,72	Actionnaires de contrôle
Bombardier Inc.	8 057,29	Double classe d'actions et Actionnaires de contrôle
Cogeco Câble Inc.	2 473,87	Double classe d'actions et Actionnaires de contrôle
Stella-Jones	1 961,83	Actionnaires de contrôle
Air Canada	1 647,89	Double classe d'actions et Actionnaires significatifs sans contrôle avec Restrictions à la propriété étrangère
Banque Laurentienne du Canada	1 328,67	Actions ordinaires avec Restriction relatives à la propriété des actions
Laboratoires Paladin	1 320,68	Actionnaires de contrôle
Transcontinental Inc.	1 291,85	Double classe d'actions et Actionnaires de contrôle
BRP Inc.	808,75	Double classe d'actions et Actionnaires de contrôle
Lassonde Industries	658,61	Double classe d'actions et Actionnaires de contrôle
Transat A.T. Inc.	503,88	Double classe d'actions et Actionnaires significatifs sans contrôle avec Restrictions à la propriété étrangère

Neuf sociétés québécoises incorporées selon la loi québécoise - avec mesures de protection

Société	Capitalisation boursière en M\$ au 1-11-2013	Mécanisme de Contrôle
Alimentation Couche-Tard Inc.	13 411,42	Double classe d'actions et Actionnaires de contrôle
Groupe CGI inc.	10 778,66	Double classe d'actions et Actionnaires de contrôle
Industrielle Alliance, Assurance et services financiers inc.	4 657,44	Actions ordinaires avec Restriction relatives à la propriété des actions
Le Groupe Jean Coutu (PJC) inc.	4 139,96	Double classe d'actions et Actionnaires de contrôle
Quebecor Inc.	3 211,37	Double classe d'actions et Actionnaires de contrôle
Les Industries Dorel Inc.	1 238,59	Double classe d'actions et Actionnaires de contrôle
Cogeco	816,19	Double classe d'actions et Actionnaires de contrôle
Groupe BMTc Inc.	616,49	Double classe d'actions et Actionnaires de contrôle
Cascades	559,57	Actionnaires de contrôle

Puis, *six* sociétés parmi les 50 œuvrent dans des secteurs industriels qui sont protégés par les lois canadiennes contre les prises de contrôle de toute source (banques, sociétés d'assurance) ou de source étrangère (sociétés de télécommunications, sociétés aériennes) : soit, la Banque nationale, la Banque Laurentienne, l'Industrielle Alliance, BCE, Air Canada, Air Transat (la Banque de Montréal et la Banque Royale dont le siège n'est que nominalement au Québec ne furent pas incluses parmi les 50).

Enfin, le CN offre un cas particulier puisque:

« Les statuts constitutifs du CN stipulent que lorsqu'une personne est... propriétaire ou a le contrôle, directement ou indirectement, d'un nombre total d'actions avec droit de vote excédant 15 %, nul ne peut exercer les droits de vote rattachés à ces actions... » (Source : Notice annuelle, 2012)

Il est probable que le conseil d'administration du CN pourrait soumettre aux actionnaires des modifications à ces dispositions afin de permettre l'acquisition du CN par une tierce partie. Toutefois, tant que cette restriction est en place, le CN ne peut faire l'objet d'une prise de contrôle non souhaitée.

De cette liste des 50 plus grandes entreprises, selon leur valeur boursière, il en reste **25** qui pourraient faire l'objet d'une tentative de prise de contrôle. Ces sociétés sont incorporées soit, selon la loi du Québec (8 d'entre elles), soit, selon la loi fédérale (17 d'entre elles).

Les deux tableaux suivants identifient ces 25 sociétés :

Huit sociétés québécoises incorporées selon la loi québécoise - sans mesures de protection

Société	Capitalisation boursière en M\$ au 1-11-2013	Mécanisme de Contrôle
Metro Inc.	6 076,27	Actionnaires significatifs sans contrôle
Cominar (Fonds de placement immobilier)	2 396,83	Actions ordinaires
Rona Inc.	1 487,19	Actionnaires significatifs sans contrôle
Quincaillerie Richelieu	938,83	Actionnaires significatifs sans contrôle
Amaya Inc. (Groupe de jeux)	747,63	Actionnaires significatifs sans contrôle
Semafo Inc.	746,02	Actionnaires significatifs sans contrôle
Uni-Sélect	549,23	Actionnaires significatifs sans contrôle
Canam	474,17	Actionnaires significatifs sans contrôle

Dix-sept sociétés québécoises incorporées selon la loi fédérale - sans mesures de protection

Société	Capitalisation boursière en M\$ au 1-11-2013	Mécanisme de Contrôle
Valeant Pharmaceuticals International	38 621,93	Actions ordinaires
SNC-Lavalin Inc.	6 749,98	Actionnaires significatifs sans contrôle
Dollarama Inc.	6 386,55	Actions ordinaires
Gildan Inc.	6 207,61	Actionnaires significatifs sans contrôle
Aimia Inc. (ex Groupe Aéroplan)	3 179,06	Actions ordinaires
CAE Inc.	3 152,55	Actions ordinaires
Domtar	2 862,82	Actionnaires significatifs sans contrôle
TransForce Inc. (Transport et logistique)	2 187,59	Actionnaires significatifs sans contrôle
Osisko (Corporation Minière)	2 060,92	Actions ordinaires
Résolu (Produits forestiers)	1 607,19	Actionnaires significatifs sans contrôle
Genivar (Ingénierie et construction)	1 571,43	Actions ordinaires
Intertape Polymer (produits et systèmes d'emballage)	919,55	Actionnaires significatifs sans contrôle
Innergex (Energie renouvelable)	859,88	Actionnaires significatifs sans contrôle
MTY (Groupe alimentaire)	621,42	Actionnaires significatifs sans contrôle
Atrium Innovations	594,69	Actionnaires significatifs sans contrôle
Valener	583,91	Actions ordinaires
ProMetic Sciences de la vie	448,96	Actionnaires significatifs sans contrôle

Évidemment, plusieurs de ces sociétés comportent des actionnaires détenant plus de 10% des actions avec droit de vote. Ces actionnaires ne pourraient, même s'ils le souhaitaient, bloquer une prise de contrôle. Souvent, ces actionnaires sont des fonds de placement dont on ne peut connaître l'engagement de durée comme actionnaire ni le comportement lors d'une tentative de prise de contrôle de la société.

Il faut noter cependant que selon les dernières informations inscrites sur SEDAR des participations substantielles étaient détenues par des fonds d'investissement *ayant une perspective de longue durée*, comme Jarislowsky Fraser (Métro-14,6%; Uni-Select-15%), la Caisse de dépôt et placement (Rona-15%; Genivar-15,2%; Innergex-10,5%) et le Fonds de solidarité FTQ (Atrium-16,5%).

Somme toute, l'enjeu des prises de contrôle de sociétés québécoises est significatif mais son envergure est circonscrite par le fait que de grandes sociétés québécoises sont contrôlées par un actionnaire ou des actionnaires reliés ou sont soumises aux lois canadiennes protégeant les entreprises de leur secteur d'activités contre les prises de contrôle étrangères.

Les pistes de solution

Dans la mesure où le gouvernement du Québec voudrait intervenir pour protéger la propriété de certaines entreprises et maintenir ainsi leur contribution à la société québécoise, quelles sont les pistes à explorer?

Bien sûr que si ces 25 sociétés pouvaient se doter d'une structure de capital à double classe d'actions ou encore adopter un statut comme celui du CN, le problème serait réglé. Le *hic* est que de telles dispositions sont habituellement incluses dans les statuts de la société avant que celle-ci ne devienne publique. Changer les statuts plus tard requière l'approbation des actionnaires. Il est improbable que ces sociétés veuillent soumettre maintenant de tels changements à des actionnaires peu réceptifs à de telles mesures.

1. Changer la loi québécoise ou le mandat de l'Autorité des marchés financiers

Le Québec pourrait changer la Loi sur les sociétés par actions pour y inclure des dispositions précises donnant plus d'autorité aux conseils d'administration lors de tentatives de prise de contrôle de leur société.

En fait, il faudrait surtout clarifier ce que signifie l'article 119 de la Loi québécoise sur les sociétés par actions :

*En conséquence, 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**.* (Emphase ajoutée)

De même, l'article 122 de la Loi canadienne sur les sociétés par actions stipule :

*Les 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**;*

(Emphase ajoutée)

Dans deux jugements importants (Peoples et BCE), la Cour suprême du Canada a interprété cette disposition comme signifiant *que les membres du conseil d'administration doivent tenir compte de l'intérêt de la société et non seulement de celui des actionnaires ou des autres parties prenantes (créanciers, clients, employés, fournisseurs)..*

La Cour suprême s'exprime ainsi : *«Ils (les administrateurs) ont en tout temps leur obligation fiduciaire envers la société, et les intérêts de la société ne doivent pas se confondre avec ceux des actionnaires, avec ceux des créanciers ni avec ceux de toute autre partie intéressée.» (People's c. Wise, 2004)*

Pas moins de 35 états américains ont adopté des statuts conférant au conseil d'administration des droits et des responsabilités précises lors de l'évaluation d'une offre d'achat de leur société.

Ces statuts autorisent des mesures défensives, comme les dragées toxiques («poison pills») de durée illimitée ou encore le droit pour les conseils d'administration de prendre en compte l'ensemble des parties prenantes à une décision. Ces statuts peuvent également inclure la prohibition, pour une période

allant de trois à cinq ans, de fusionner les actifs de l'entreprise acquise avec ceux de l'acquéreur. Puis, certains états exigent que l'offre d'achat soit acceptée par plus de la moitié ou plus des deux tiers des actionnaires, mais excluant les actions détenues par celui qui fait l'offre d'achat (super-majorité).

Par exemple, les statuts de l'état de New York enjoignent les membres de conseils, lorsqu'ils évaluent l'offre d'achat, à porter un « jugement d'affaires » sur « *les intérêts à court terme et à long terme de la société et de ses actionnaires, sur les effets à long terme et à court terme pour les employés actifs, les employés retraités, les clients et créanciers de la société ainsi que sur l'habileté de la société à fournir biens, services, opportunités d'emploi et à contribuer aux communautés où la société fait affaires* ».

Rien dans la loi québécoise ou canadienne n'empêcherait les membres de conseil d'interpréter ainsi leur responsabilité fiduciaire *si ce n'était des règles établies par les commissions des valeurs mobilières canadiennes en matière d'acquisitions et de fusions d'entreprises*.

Le gouvernement du Québec pourrait donner des directives (ou en modifier le mandat) à l'Autorité de marchés financiers afin que celle-ci ajuste ses règles pour donner aux conseils d'administration plus d'autorité et de latitude dans l'évaluation d'une offre d'achat de la société, incluant le droit d'avoir recours à des mesures défensives efficaces, de « dire non » à une telle offre sans avoir à la soumettre au vote des actionnaires. Assurément, une telle autorité doit être exercée raisonnablement et être soumise à la juridiction de tribunaux compétents².

Toutefois, si le gouvernement du Québec adoptait une telle démarche, celle-ci ne serait valable que pour *les sociétés incorporées au Québec* mais ne s'appliquerait pas aux sociétés sous juridiction fédérale. (Du moins, il me semble que toute

² L'AMF a proposé à l'été 2013 des modifications importantes aux règlements concernant le rôle du conseil lors de tentatives de prise de contrôle non souhaitée; les consultations ont eu lieu mais la commission des valeurs mobilières de l'Ontario et de certaines autres provinces semblent refuser d'apporter des changements souhaités et souhaitables; il faut attendre la suite sans trop d'espoir.

tentative du Québec de soumettre des sociétés à charte fédérale à la loi québécoise et aux dispositions de l'Autorité des marchés financiers, lesquelles seraient distinctes de celles de l'Ontario où réside la Bourse de Toronto ouvrirait une boîte de Pandore juridique).

Évidemment, les sociétés à charte fédérale avec siège au Québec pourraient choisir de se soumettre par prorogation à la loi québécoise mais cette décision devrait recevoir l'approbation des actionnaires. Il est improbable que plusieurs des sociétés à charte fédérale veuillent s'engager dans une telle démarche.

De plus, l'Autorité des marchés financiers du Québec fait partie d'un organisme, les Autorités canadiennes des valeurs mobilières, lequel a pour mission de coordonner et uniformiser la réglementation à l'échelle canadienne. L'éventualité où l'AMF ferait cavalier seul mettrait en appétit ceux qui souhaitent ardemment la création d'une commission nationale des valeurs mobilières.

Enfin, la démarche par voie législative aboutit à donner plus de pouvoirs aux conseils d'administration pour bloquer une transaction non souhaitée; *mais cette démarche ne protège pas la propriété d'entreprises québécoises lorsque le conseil d'administration donne son aval à la vente de l'entreprise*. Supposons que, dans le cas de RONA, le conseil ait reçu avec faveur la proposition de Lowe's; alors, rien de ce qui est proposé ici n'aurait empêché la conclusion de la transaction, même si celle-ci n'est pas dans l'intérêt général du Québec. Seul Investissement Canada aurait pu bloquer alors cette transaction en invoquant qu'elle n'apportait pas d'avantage net pour le Canada, en l'occurrence une décision bien improbable.

Jusqu'à tout récemment, la démarche d'Investissement Canada, éminemment politique, voire idéologique, n'avait mené qu'à de très rares refus d'autoriser une prise de contrôle. Les provinces, quant à elles, ne détiennent aucun moyen de s'opposer à une prise de contrôle sur leur territoire, même lorsqu'une acquisition étrangère vise, par exemple, une entreprise œuvrant dans le secteur des ressources naturelles, lequel est pourtant de juridiction provinciale. *Quand il doit rendre une décision..., le Ministre consulte les gouvernements provinciaux, les autres ministères fédéraux et le Bureau de la concurrence.* (Loi d'Investissement Canada)

Ainsi, la voie législative offre au gouvernement du Québec *une solution partielle* mais soumise à de nombreux aléas. **Le véritable enjeu consiste à amener l'ensemble des commissions des valeurs mobilières canadiennes à revoir leur rôle.**

2. Créer un fonds québécois de prises de participation de blocage

L'idée générale, semble-t-il, serait de créer un fonds québécois pour rassembler des mises de fonds de la part de la Caisse de dépôt et placement, d'Investissement Québec et d'autres institutions québécoises, lequel fonds servirait à acheter suffisamment d'actions des entreprises vulnérables pour bloquer la voie à toute tentative de prise de contrôle.

Évidemment, un tel fonds québécois d'investissement ne pourrait attendre qu'une offre d'achat soit rendue publique (une OPA) avant d'agir. En effet, puisque dès l'annonce d'une OPA le prix du titre bondit, le fonds achèterait alors les actions au prix fort; puis aussitôt que le marché financier constaterait que la transaction n'aura pas lieu parce que le fonds a acquis une minorité de blocage, le prix de l'action chuterait rapidement. Les pertes pour le fonds québécois seraient dramatiques.

Voulant procéder de façon préemptive mais ne sachant pas à l'avance quelles sociétés pourraient faire l'objet d'une offre d'achat, les gestionnaires du fonds québécois devraient prioriser les entreprises vulnérables selon des critères d'impact économique et social, une tâche délicate et éminemment politique.

Puis, dès qu'il sera annoncé que le fonds québécois a acheté une participation significative dans une société (le fonds devrait divulguer toute participation dès qu'elle représente plus de 10% des actions en circulation), celle-ci serait soumise aux sorties de son capital par des actionnaires déçus et aux tractations des fonds de spéculation qui y verront une occasion de profiter de l'engagement du fonds québécois envers cette société.

Enfin, il convient de le rappeler : *la Caisse de dépôt et de placement n'est pas le fonds privé d'investissement du gouvernement.*

Toutefois, comme elle le fait maintenant, sans obligation ni mandat du gouvernement et selon ses critères de placement, la Caisse de dépôt et placement peut prendre des positions importantes et de longue durée dans des entreprises québécoises offrant de belles perspectives de croissance et de rentabilité ainsi que les accompagner financièrement dans leur développement. Certaines des sociétés identifiées aux deux tableaux ci-avant pourraient correspondre à cette orientation de la Caisse.

Conclusion

En définitive, les entreprises québécoises qui constituent un enjeu réel si elles devaient faire l'objet d'offres publiques d'achat non souhaitées sont faciles à identifier. La voie la plus prometteuse pour protéger celles-ci contre des prises de contrôle intempestives malgré l'opposition de leurs conseils d'administration passe par les commissions des valeurs mobilières. Malgré l'invitation pressante du ***Groupe d'étude sur les politiques en matière de concurrence*** à la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, rien ou presque n'a changé depuis 2008. L'Autorité des marchés financiers du Québec devrait donc assumer un rôle de leadership à cet égard auprès des autorités des autres provinces. Le temps est propice.

Le gouvernement du Québec pourrait clarifier le texte de sa loi, possiblement y ajouter des éléments nouveaux (prohibition de fusionner les actifs, super-majorité) et demander à l'Autorité des marchés financiers de modifier sa réglementation pour la rendre conforme à la lettre et l'esprit de la Loi québécoise sur les sociétés par actions.

Les changements aux règlements de l'AMF pour donner aux conseils d'administration plus d'autorité lors d'une OPA pourraient devenir opérationnels que si un certain nombre de commissions des valeurs mobilières provinciales effectuaient les mêmes changements.

Enfin, les grands fonds de placement du Québec devraient jouer pleinement leur rôle d'investisseur à long terme dans des entreprises du Québec.