

RAPPORT SUR LA GOUVERNANCE 2023

Alors que la pandémie recule, les activistes reviennent à l'avant-scène : la reprise de l'activisme actionnarial au Canada

Après une baisse initiale dans les mois qui ont suivi le début de la pandémie de COVID-19 en Amérique du Nord, l'activisme actionnarial a connu une résurgence au Canada en 2022 et au cours du premier semestre de 2023. Bien que le nombre de campagnes d'activisme ne soit pas encore revenu aux niveaux atteints avant la pandémie, les données révèlent que les sociétés ouvertes canadiennes à grande capitalisation (celles dont la capitalisation boursière dépasse un milliard de dollars canadiens) ont été ciblées de manière disproportionnée, bien souvent par des fonds spéculatifs américains activistes à la recherche d'opportunités chez leur voisin du Nord. Un autre modèle émergent est celui de l'« essaim d'activistes », dans le cadre duquel plusieurs activistes, sans aucune coordination entre eux, convergent vers une même cible en présentant des demandes concurrentes. Certains essaims se sont formés pour s'opposer à des opérations de fusions et acquisitions, l'activisme relatif à ces opérations étant également devenu plus répandu. Dans le présent numéro du *Rapport sur la gouvernance*, nous examinons ces tendances et présentons un aperçu des principaux éléments du contexte réglementaire canadien en matière d'activisme actionnarial qui doivent être pris en compte tant par les émetteurs que par les activistes. Nous concluons notre examen en passant en revue les principaux aspects à considérer dans le cadre des opérations de fusions et acquisitions contestées.

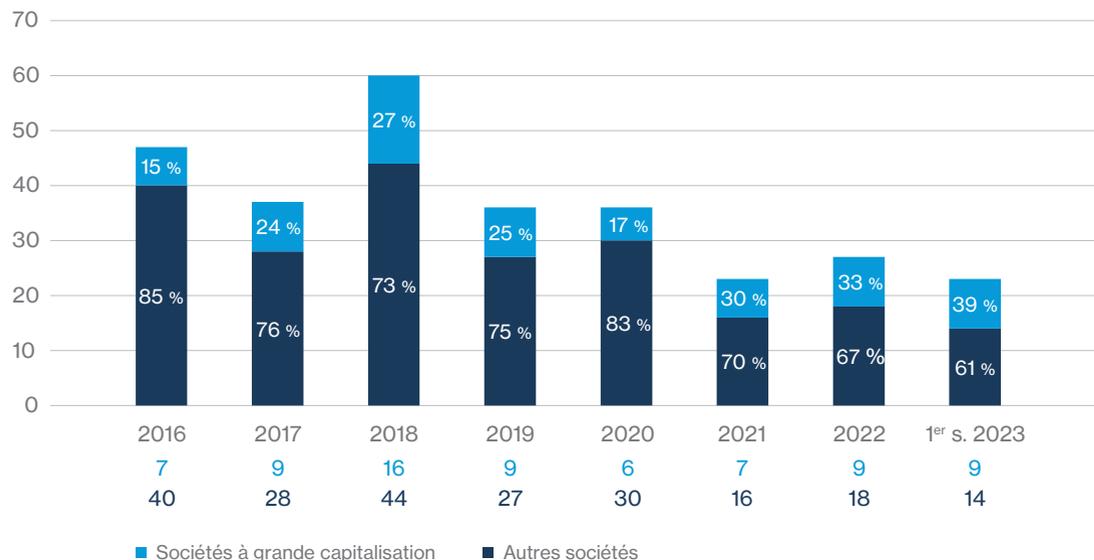
La dernière année

Au terme du premier semestre de 2023, les 23 campagnes liées aux conseils d'administration lancées depuis le début de l'année correspondaient au nombre total atteint pour l'ensemble de l'année 2021 et se rapprochaient du nombre total pour l'ensemble de l'année 2022, ce qui indique que l'année en cours pourrait surpasser 2022, laissant ainsi présager un

retour au niveau d'activité atteint avant la pandémie. Après une résilience surprenante des marchés boursiers en 2021 malgré la pandémie de COVID-19 et un déclin connexe des campagnes d'activisme, les émetteurs ont dû faire face à un revirement de situation en 2022. En effet, au cours de l'année, l'indice composé S&P/TSX a connu une baisse de 8,71 %. En outre, la mobilisation de capitaux par les émetteurs canadiens cotés en bourse a subi un déclin marqué, les nouvelles émissions d'actions ayant chuté de 73 % pour atteindre 14,4 milliards de dollars canadiens (par rapport à 52,7 milliards de dollars canadiens l'année précédente), un creux qui se situe 64 % sous la moyenne sur 10 ans la plus récente, laquelle s'établit à 40,4 milliards de dollars canadiens (article en anglais seulement). Compte tenu de la baisse du cours des actions des émetteurs et de l'affaiblissement de leurs bilans, il n'est guère surprenant que les campagnes d'activisme aient connu un regain après avoir atteint un creux en 2021, et on s'attend à ce que cette tendance se maintienne.

L'effervescence des marchés, notamment stimulée par les dépenses publiques sans précédent liées à la pandémie, pourrait avoir permis à certains émetteurs de fermer les yeux sur les faiblesses fondamentales de leur entreprise. Dans la foulée d'un retour à la normale qui dévoile ces faiblesses au grand jour, les émetteurs pourraient devenir la proie d'activistes impatientes ayant des capitaux à déployer.

Figure 1 : Nombre d'émetteurs canadiens visés par des demandes d'activistes (de 2016 au 1^{er} semestre de 2023)



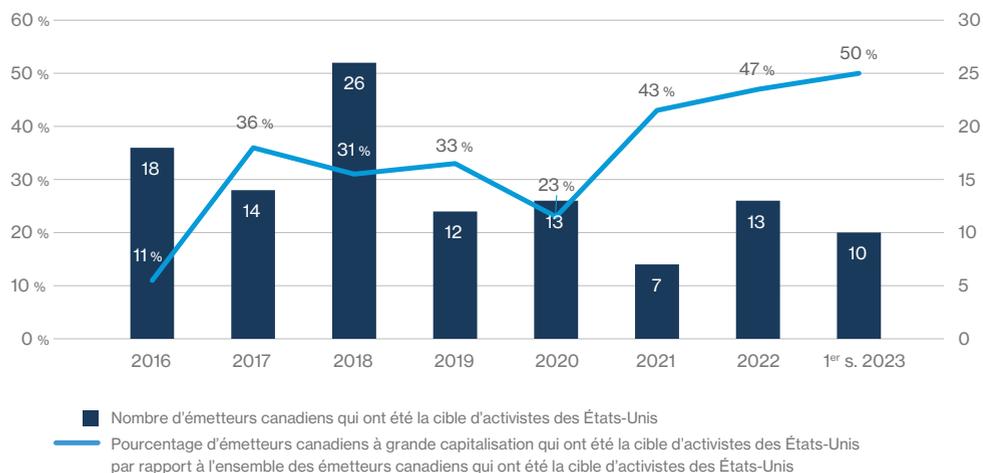
Source : Diligent Market Intelligence.

S'ATTAQUER AUX GROS JOUEURS : LES ACTIVISTES VISENT DES SOCIÉTÉS D'ENVERGURE

D'après les données publiées par Bloomberg, seulement 9,5 % des émetteurs dont les titres sont cotés à la Bourse de Toronto (la « TSX ») et à la Bourse de croissance TSX ont une capitalisation boursière supérieure à 1 milliard de dollars canadiens. Toutefois, ces sociétés ont été la cible de 39 % de toutes les campagnes d'activisme au Canada au cours du premier semestre de 2023. Comme le démontre la figure 1, le nombre de ces cibles d'envergure a augmenté depuis le creux observé en 2020.

Cette hausse de l'activisme visant des sociétés d'envergure est de plus en plus attribuable à des activistes des États-Unis. Depuis le début de l'année 2022, ce sont des actionnaires des États-Unis cherchant à susciter des changements au sein de sociétés cotées en bourse au Canada qui sont à l'origine de près de la moitié de toutes les demandes d'activistes adressées à ces émetteurs de grande taille. Cette situation pourrait s'expliquer en partie par le fait que les activistes professionnels établis aux États-Unis sont plus susceptibles de cibler des émetteurs d'envergure étant donné le montant des capitaux qu'ils souhaitent déployer et les liquidités nécessaires pour constituer une participation appréciable sans perturber le marché.

Figure 2 : Proportion historique des demandes adressées à des émetteurs canadiens à grande capitalisation par des activistes des États-Unis

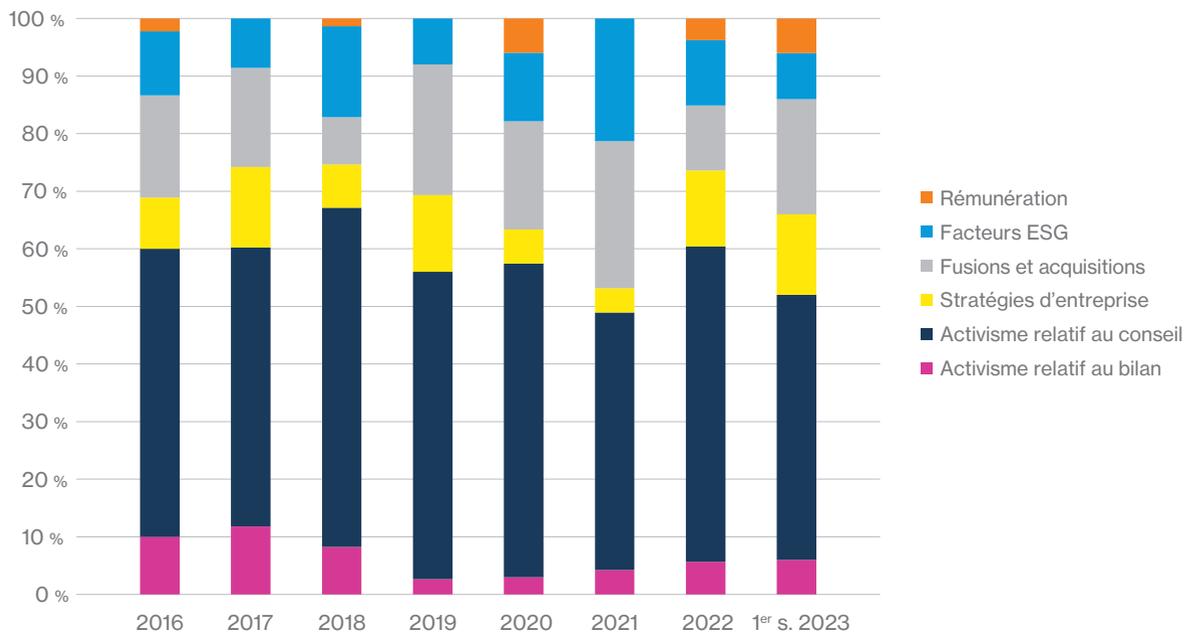


NOUVELLES VISÉES DES CAMPAGNES D'ACTIVISME À L'ÈRE POST-PANDÉMIE

Outre la tendance à la hausse de l'activisme qu'elles démontrent, les données des dernières années portant sur l'éventail des demandes adressées par les activistes à des émetteurs canadiens donnent à penser que les activistes sont peut-être également en train de recadrer leurs messages à l'ère post-pandémie. Par exemple, en 2021, les activistes n'associaient pas de préoccupations concernant la rémunération des dirigeants à leurs campagnes, alors que de telles demandes se font désormais plus nombreuses. De plus, les demandes liées aux facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (« ESG ») pourraient également être en train de perdre en popularité, la proportion de ces demandes étant passée de 21 % de l'ensemble des demandes en 2020 à seulement 8 % pour le premier semestre de 2023. Ce déclin pourrait être révélateur de l'évolution des comportements et d'une certaine polarisation à l'égard de l'investissement ESG en général (pour de plus amples renseignements sur la constante évolution du contexte entourant les facteurs ESG, se reporter à notre publication de juin 2023 du *Rapport sur la gouvernance* intitulée « Charting a (Safe) Path Through the ESG Wilderness » [en anglais seulement]).

Souvent formulées indépendamment des demandes liées aux conseils d'administration, les demandes activistes en matière de fusions et acquisitions sont en hausse au terme du premier semestre de 2023 et représentent 20 % de l'ensemble des demandes présentées. Dans le cadre de celles-ci, un activiste pousse généralement une société ciblée à mettre en œuvre une opération ou s'oppose activement à une opération annoncée. Un exemple récent et marquant d'une telle campagne est celle qui a eu lieu dans le cadre de l'acquisition d'IAA, Inc. par Ritchie Bros. Auctioneers Incorporated (« Ritchie Bros »), dont il est question plus loin.

Figure 3 : Demandes adressées publiquement à des émetteurs canadiens en fonction du type de demande (de 2016 au 1^{er} semestre de 2023)



Source : Diligent Market Intelligence.

L'émergence des essais d'activistes

L'année dernière, un phénomène relativement nouveau, que certains appellent « essais d'activistes », a pris forme. Selon Bloomberg, ces essais d'activistes, qui ont fait la une des journaux en 2023, consistent en un certain nombre d'actionnaires d'un même émetteur qui adressent publiquement des demandes simultanées, mais non coordonnées, aux dirigeants de celui-ci.

Au Canada, Fonds de placement immobilier First Capital (« First Capital ») et Ritchie Bros ont été la cible de plusieurs actionnaires. La tendance s'observe également à l'échelle mondiale, notamment aux États-Unis, où des entreprises de premier plan comme Walt Disney Co., Salesforce Inc. et Bayer AG ont dû faire face aux pressions de nombreux activistes, dont les demandes allaient du remaniement complet de l'équipe de direction à des propositions de scissions et de cessions d'actifs.

Faire face à un essaim d'activistes peut s'avérer difficile compte tenu des demandes disparates et des multiples groupes concernés ayant tous leurs propres objectifs. L'une des ripostes possibles consiste à « diviser pour mieux régner » : on tente d'apaiser certains actionnaires du groupe en veillant à isoler ceux dont les demandes pourraient être plus difficiles à satisfaire. C'est la stratégie qui a été adoptée aux États-Unis dans le cadre du règlement intervenu entre Salesforce et ValueAct Capital, auquel ont participé quatre autres activistes, et au Canada dans le cadre du règlement intervenu entre First Capital, Ewing Morris and Co. et Vision Capital Corp. Ce règlement a mené à un règlement ultérieur entre First Capital et Sandpiper Group,

aux termes duquel Sandpiper a retiré sa demande de convocation d'une assemblée et ses candidats au conseil d'administration puis a pris des engagements de statu quo en échange du remboursement de ses frais. La proposition de Ritchie Bros d'acquiescer à IAA en 2022 a, quant à elle, attiré l'attention d'au moins huit activistes, dont Starboard Value LP, Luxor Capital Group, LP, Ancora Holdings Group, LLC, et Janus Henderson Group plc, tous ayant des intérêts opposés. Au bout du compte, Starboard a effectué un investissement stratégique dans Ritchie Bros, ce qui a permis à cette dernière de réviser l'offre d'acquisition présentée à IAA et d'obtenir un soutien suffisant pour que l'opération soit approuvée, même si Luxor continuait de s'y opposer.

Un rappel concernant les particularités de l'activisme actionnarial au Canada

Compte tenu de l'intérêt croissant des activistes des États-Unis pour les sociétés canadiennes, voici un rappel sur l'activisme actionnarial au Canada aux fins de comparaison des règles canadiennes pertinentes avec celles des États-Unis.

PROCURATIONS UNIVERSELLES

Les règles canadiennes en matière de procuration ont de tout temps permis à un émetteur ou à un actionnaire dissident d'avoir recours à un formulaire de procuration « universel » qui contient une liste où figure le nom de chaque candidat au poste d'administrateur proposé par la direction et de chaque candidat au poste d'administrateur proposé par l'actionnaire dissident. Si une procuration universelle lui est transmise, un actionnaire peut choisir la combinaison d'administrateurs qu'il juge la meilleure. En revanche, le formulaire de procuration habituel, qu'il soit utilisé par un actionnaire dissident ou par l'émetteur, n'indique que les candidats proposés par la personne qui le fournit, ce qui oblige les actionnaires exerçant leur droit de vote par procuration à choisir l'ensemble des candidats de la personne en question plutôt que ceux de l'autre. Dans un tel cas, l'actionnaire qui souhaiterait, dans le cadre d'une élection d'administrateurs contestée, voter en faveur d'une combinaison de candidats proposés par l'émetteur et par l'actionnaire dissident n'a d'autre choix que d'assister à l'assemblée en personne.

Cette règle diffère des règles américaines récemment modifiées en matière de procuration qui stipulent désormais que les émetteurs et les actionnaires *sont tenus* d'avoir recours à un formulaire de procuration universel contenant la liste des noms de chaque candidat au poste d'administrateur dans le cadre d'une élection contestée. Par conséquent, les actionnaires peuvent désormais choisir la combinaison de candidats qu'ils préfèrent parmi les listes provenant respectivement de l'émetteur et de l'activiste. Compte tenu de ces modifications, les règles relatives aux procurations sont plus avantageuses pour les actionnaires aux États-Unis qu'au Canada, les émetteurs américains ayant *l'obligation* d'avoir recours à une procuration universelle dans le cadre d'une élection contestée, alors que les émetteurs canadiens ont *le choix* de le faire ou non.

Une des stratégies pour faire face à un essaim consiste à « diviser pour mieux régner » : on apaise certains actionnaires du groupe et on isole ainsi ceux dont les demandes pourraient être plus difficiles à satisfaire.



Les émetteurs américains, ainsi que les émetteurs canadiens considérés comme des émetteurs nationaux américains par la Securities and Exchange Commission des États-Unis (la « SEC »), ont modifié leur règlement relatif aux préavis en raison de l'adoption récente du formulaire de procuration universel par la SEC. Ces modifications ont essentiellement pour but de garantir que les règlements des émetteurs peuvent s'appliquer efficacement en cas d'élection d'administrateurs contestée assujettie aux règles relatives au formulaire de procuration universel. Toutefois, certains émetteurs ont profité de l'occasion pour apporter des modifications supplémentaires à leur règlement administratif, sans lien avec les règles relatives au formulaire de procuration universel, qui rendent la proposition de candidats plus complexe pour les actionnaires.

RÈGLEMENT RELATIF AUX PRÉAVIS

Les pratiques canadiennes en matière de règlement relatif aux préavis sont généralement plus favorables aux actionnaires que les pratiques américaines, lesquelles sont nettement plus favorables à l'émetteur. Le modèle américain de règlement crée beaucoup plus de possibilités de non-conformité (et donc de refus de candidatures) en raison de l'étendue des obligations d'information généralement imposées. En phase avec la réglementation de la TSX, les lignes directrices appliquées au Canada par les agences de conseil en vote, comme Institutional Shareholder Services Inc. (« ISS »), prévoient qu'aucune disposition d'un règlement relatif aux préavis ne doit imposer aux actionnaires des obligations d'information non nécessaires concernant la proposition de candidats au poste d'administrateur. Par exemple, le fait d'exiger de l'actionnaire proposant une candidature qu'il remplisse un questionnaire sur le candidat est généralement considéré comme une obligation excessive si les renseignements qui y sont demandés vont au-delà de ce qui est exigé dans une circulaire de sollicitation de procurations ou de ce qui doit être communiqué selon la loi ou la réglementation. À l'inverse, les lignes directrices d'ISS qui s'appliquent aux États-Unis prévoient généralement qu'il y a lieu de soutenir les sociétés cotées en bourse aux États-Unis qui cherchent à obtenir des renseignements auprès d'un actionnaire proposant une candidature (par exemple, au moyen d'un questionnaire sur le candidat), pour autant que les renseignements demandés soient raisonnables et visent à fournir aux actionnaires les renseignements nécessaires pour évaluer la proposition. Dans ses politiques applicables au Canada, ISS considère également qu'une myriade d'autres exigences énoncées dans les règlements relatifs aux préavis posent problème, alors que ce n'est pas le cas dans ses politiques applicables aux États-Unis, comme le fait d'exiger qu'un actionnaire proposant une candidature s'engage à être présent à l'assemblée au cours de laquelle son candidat se présentera à l'élection.

En raison de l'adoption récente du formulaire de procuration universel par la SEC, les émetteurs américains, ainsi que les émetteurs canadiens considérés comme des émetteurs nationaux américains par la SEC, ont eu à modifier leur règlement relatif aux préavis. Bien que l'objectif avoué de ces modifications était d'adapter les règlements administratifs aux règles relatives au formulaire de procuration universel, certains émetteurs ont profité de l'occasion pour ajouter des exigences supplémentaires leur étant favorables qui n'ont aucun lien avec les prescriptions prévues dans ces règles. Par exemple, certains émetteurs ont modifié leur règlement relatif aux préavis pour que celui prévoit la communication de plus de renseignements sur l'actionnaire qui propose une candidature et sur les candidats dont il propose la candidature au poste d'administrateur, une mesure qui semble destinée à dissuader les fonds d'investissement activistes de se lancer dans une course aux procurations. Ces modifications comprennent l'obligation, pour les fonds d'investissement qui proposent une candidature au poste d'administrateur, de révéler l'identité de leurs investisseurs et, pour les actionnaires qui proposent une candidature au poste d'administrateur, de communiquer certains renseignements comme les sources de financement indépendantes, les propositions ou nominations d'administrateurs prévues auprès d'autres émetteurs, les communications antérieures avec d'autres actionnaires de l'émetteur et les conflits éventuels concernant les candidats aux postes d'administrateurs.

Dans l'affaire la plus connue visant une société ayant adopté un tel règlement, Politan Capital Management LP, un fonds activiste, a intenté une action en justice devant la Cour de la chancellerie du Delaware contre le conseil d'administration de Masimo Corporation afin de contester les modifications apportées au règlement administratif. Les modifications contestées prévoyaient que les fonds d'investissement proposant une candidature au poste d'administrateur devaient communiquer

l'identité de tous les investisseurs du fonds détenant une participation d'au moins 5 %. Devant le tollé généralisé soulevé par les modifications, notamment dans le milieu de la gouvernance, mais aussi au sein des groupes militant contre l'activisme, Masimo a abrogé ces modifications de même que d'autres modifications avant que le tribunal ne rende sa décision.

Au Canada, Primo Water Corporation, un émetteur constitué en société selon les lois de l'Ontario et inscrit à la cote de la TSX et de la New York Stock Exchange, a modifié son règlement relatif aux préavis afin d'y ajouter des limites similaires à celles que l'on voit aux États-Unis concernant le processus de proposition de candidats suivant des échanges avec Legion Partners Asset Management. Dans le cadre d'une course aux procurations subséquente, Primo a rejeté tous les candidats proposés par Legion en se fondant sur de prétendues lacunes dans l'avis de proposition de candidatures avant de finalement conclure un règlement avec Legion à la suite de l'introduction par cette dernière d'une requête en abus devant les tribunaux de l'Ontario concernant la légalité des modifications apportées aux dispositions relatives aux préavis. Dans le cadre du règlement, deux candidats de Legion ont été nommés au conseil d'administration de Primo, et Primo a accepté d'apporter certaines améliorations à sa gouvernance, dont des modifications au règlement relatif aux préavis visant à le rendre conforme aux normes canadiennes.

ÉLECTION À LA MAJORITÉ DES VOIX

Toutes les sociétés inscrites à la cote de la TSX sont tenues de prévoir une élection à la majorité des voix pour les administrateurs lors des assemblées sans opposition. Dans le cas des sociétés inscrites à la cote de la TSX qui ne sont pas constituées sous le régime fédéral, les émetteurs doivent adopter une politique prévoyant que leur conseil d'administration doit accepter la démission d'un administrateur qui n'a pas obtenu le pourcentage de voix requis, sauf en cas de « circonstances exceptionnelles », lesquelles ne sont pas définies. Suivant les récentes modifications apportées à la Loi canadienne sur les sociétés par actions, les administrateurs des sociétés canadiennes constituées sous le régime fédéral, sans égard à la bourse où elles sont inscrites, doivent désormais être élus à la majorité des voix lors de toutes les assemblées d'actionnaires sans opposition afin d'être dûment élus (pour un aperçu des règles concernant l'élection à la majorité des voix au Canada, se reporter à la rubrique « Élection des administrateurs de sociétés ouvertes à la véritable majorité : votre conseil est-il prêt? » du numéro de septembre 2022 du *Rapport sur la gouvernance de Davies*).

ABSENCE DE CONSEIL D'ADMINISTRATION RENOUVELABLE PAR TRANCHE

Alors que de nombreuses sociétés ouvertes des États-Unis demeurent dotées de conseils d'administration renouvelables par tranche, les statuts des sociétés canadiennes prévoient généralement que les actionnaires peuvent, au moyen d'une résolution adoptée à la majorité simple, destituer un ou plusieurs administrateurs et élire leurs remplaçants. Ce droit, jumelé au droit qu'ont les actionnaires détenant 5 % des actions de demander la convocation d'une assemblée pour la destitution d'administrateurs, empêche les sociétés canadiennes de mettre en place des conseils d'administration « renouvelables par tranche » ou « à renouvellement échelonné » dont les membres sont élus pour des mandats pluriannuels et seuls quelques-uns sont remplacés à chaque assemblée annuelle. En outre, les règles de la TSX empêchent les émetteurs qui sont inscrits à sa cote de se doter de ce type de conseil d'administration puisqu'elles prévoient que les actionnaires doivent être en mesure de voter pour l'élection de tous les administrateurs à chaque assemblée annuelle des actionnaires.

DEMANDE DE CONVOCATION D'UNE ASSEMBLÉE

L'un des droits qui confèrent le plus de pouvoir aux actionnaires des sociétés canadiennes est celui prévu par la loi en vertu duquel il est possible pour les détenteurs d'au moins 5 % des actions émises comportant droit de vote de demander la convocation d'une assemblée des actionnaires. Suivant la réception d'une telle demande valide portant sur des questions qui sont du ressort des actionnaires (le plus souvent, la destitution et l'élection d'administrateurs), les administrateurs doivent, dans un délai de 21 jours, convoquer une assemblée des actionnaires aux fins de l'examen des questions mentionnées dans la demande. Bien que les administrateurs disposent généralement d'un large pouvoir discrétionnaire quant à la date de l'assemblée, une décision récente de la Cour supérieure de justice de l'Ontario joue en faveur des actionnaires dissidents en ce qu'elle souligne l'obligation qu'a le conseil d'administration de tenir l'assemblée sans retard déraisonnable ou injustifiable.

DISPENSES RELATIVES À LA SOLLICITATION DE PROCURATIONS

En vertu des lois canadiennes sur les valeurs mobilières, les actionnaires peuvent se prévaloir de deux importantes dispenses de l'obligation de transmettre par la poste une circulaire de sollicitation de procurations aux actionnaires dans le cadre d'une sollicitation. L'une de ces dispenses, celle relative à la sollicitation privée de procurations, permet aux actionnaires (mais pas à la société) de solliciter en privé jusqu'à 15 actionnaires. Cette méthode de sollicitation est relativement peu coûteuse et peut être efficace lorsque la propriété des actions comportant droit de vote est concentrée entre peu de mains. L'autre dispense couramment utilisée est celle relative à la diffusion publique qui, à l'instar de la dispense relative à la sollicitation privée de procurations, peut seulement être invoquée par les actionnaires, et non par la société. La dispense relative à la diffusion publique permet aux actionnaires de communiquer au moyen de communiqués de presse, de diffusions publiques, de sites Web ou de discours publics, sous réserve du dépôt sur SEDAR des documents prescrits, de l'information connexe et de la communication destinée à être publiée. Les activistes qui souhaitent se prévaloir de cette dispense en vue de l'élection d'administrateurs doivent déposer un document contenant l'information prescrite concernant les candidats proposés sur SEDAR, mais n'ont pas à l'envoyer par la poste aux actionnaires. Cette approche peut s'avérer efficace pour éviter les frais importants associés à une campagne menée par un actionnaire dissident visant à obtenir des abstentions de vote à l'égard d'un ou de plusieurs candidats ou des votes contre un ou plusieurs candidats. Elle peut également être utilisée pour donner à l'actionnaire dissident une longueur d'avance puisqu'elle permet de solliciter d'autres actionnaires avant la publication d'une circulaire par la société ciblée.

SEUIL D'ALERTE DE 10 %

Les actionnaires qui acquièrent une participation importante dans une société cotée en bourse au Canada sont généralement tenus de publier un rapport d'alerte lorsqu'ils acquièrent la propriété véritable d'au moins 10 % d'une catégorie de titres de capitaux propres ou de titres comportant droit de vote de la société. Lorsque le seuil de 10 % est atteint, l'actionnaire est tenu d'annoncer sans délai son acquisition au moyen d'un communiqué de presse, de déposer un rapport d'alerte dans les deux jours de bourse suivant l'acquisition et de cesser d'acquérir d'autres titres de la catégorie concernée pendant un jour de bourse complet après le dépôt du rapport d'alerte. Par la suite, l'actionnaire doit déclarer les hausses et les baisses égales ou supérieures à 2 %, ainsi que le moment où sa participation tombe sous le seuil de 10 %. Les règles du système d'alerte mentionnées précédemment ne s'appliquent pas aux actionnaires qui effectuent un dépôt dans le cadre du régime de déclaration mensuelle, qui n'est offert qu'aux actionnaires passifs (c'est-à-dire les actionnaires qui ne sollicitent pas de procurations auprès d'autres actionnaires) qui sont des « investisseurs institutionnels admissibles ». Dans le cadre du régime de déclaration mensuelle, plutôt que de produire immédiatement un rapport, l'actionnaire doit déposer son rapport dans les 10 jours suivant la fin du mois au cours duquel le seuil de 10 % est franchi.

En comparaison avec le seuil de 5 % prévu à l'annexe 13D qui s'applique aux États-Unis, le seuil canadien de 10 % peut sembler plus souple. Toutefois, les règles américaines accordent un délai de grâce passablement plus long pour la communication de la participation : le rapport initial doit être déposé dans les 10 jours (qui seront bientôt réduits à 5 jours ouvrables) suivant l'atteinte du seuil, et l'investisseur peut continuer d'accroître sa participation pendant cette période. Par opposition, aux termes des règles canadiennes, l'investisseur et ses alliés doivent cesser leurs achats et aviser immédiatement le marché lorsque le seuil est franchi. Ils ne peuvent acheter de titres supplémentaires qu'après un jour ouvrable suivant le dépôt du rapport d'alerte, sous réserve d'une exception limitée applicable aux actionnaires détenant une participation de plus de 20 %. Par conséquent, dans les faits, le véritable seuil de déclaration aux États-Unis n'est pas de 5 %, mais plutôt de 5 %, *plus* tous les autres titres que l'activiste peut acquérir pendant la période précédant la date de remise du rapport. Cette règle a donné lieu à de nombreux cas dans lesquels le rapport initial fait état d'un dépassement du seuil de 5 % et même du seuil canadien de 10 %.

Notre point de vue : leçons tirées d'opérations récemment contestées au Canada

Les fusions et acquisitions récemment contestées au Canada sont riches en enseignements pour les conseils d'administration, les comités spéciaux et les initiateurs potentiels. Ces situations mettent en évidence le caractère essentiel de la transparence, d'une vérification diligente et de la communication stratégique, et démontrent l'importance d'une planification méticuleuse et d'un dialogue avec les parties prenantes. L'intervention accrue d'activistes dans les fusions et acquisitions contestées rend encore plus flagrante la nécessité d'être bien préparé, notamment en ayant cerné à l'avance les arguments à l'encontre de l'opération qui pourraient être invoqués sur la place publique et en communiquant efficacement le motif stratégique qui sous-tend l'opération aux actionnaires. Il est également essentiel de bien comprendre le contexte juridique, en particulier l'examen de plus en plus rigoureux auquel les tribunaux soumettent l'avis quant au caractère équitable. À une époque marquée par une évolution rapide des conditions du marché et par une vigilance accrue des activistes et des tribunaux, ces leçons servent de points de repère pour composer avec les différentes difficultés que soulèvent les opérations de fusions et acquisitions contestées.

CARACTÈRE ESSENTIEL DE LA VALEUR FONDAMENTALE

Aucun sujet n'est plus omniprésent dans le domaine

des fusions et acquisitions que celui de la valeur. Alors que les initiateurs et les sociétés cibles s'intéressent au cours, à la prime ainsi qu'aux autres modalités de l'opération, les activistes s'intéressent généralement plutôt à la valeur fondamentale; si une opération ne correspond pas aux attentes d'un activiste sur le plan de la valeur, l'activiste pourrait se prononcer contre l'opération. Ces dernières années, un certain nombre d'activistes ont rendu publiques leurs attentes en matière de valeur, soit en donnant à la direction le mandat de renégocier les modalités, soit en poussant la direction à mettre un terme à l'opération et à plutôt se concentrer sur son plan en tant qu'entité indépendante.

Le travail effectué par un initiateur et ses conseillers financiers avant l'annonce d'une opération joue un rôle crucial quand ils ont par la suite à défendre leurs choix stratégiques. En ce qui concerne la cible, le conseil d'administration doit mettre l'accent sur l'indépendance et la rigueur de sa démarche. Par exemple, en 2023, Nellore Capital a vivement critiqué le fait que Magnet Forensics Inc. (« MFI ») avait annoncé une opération assortie d'une prime de 15 % avec Thoma Bravo avant la publication de résultats financiers favorables et le fait que l'opération permettait à certains initiés de MFI de transférer leurs actions dans l'entité utilisée par Thoma Bravo pour réaliser l'acquisition. Nellore a exhorté les

Notre point de vue (suite)

actionnaires à contester la valeur qu'ils recevaient en échange de leurs actions, compte tenu du conflit d'intérêts apparent. Même si, en fin de compte, Nellore n'a pas réussi à bloquer l'opération entre MFI et Thoma Bravo, l'affaire sert de mise en garde pour les acquéreurs et leurs cibles en ce qu'elle témoigne de l'importance que joue le moment choisi pour annoncer une opération, notamment lorsque celui-ci se rapproche du moment de la publication d'information financière importante. Cette controverse rend également patente la nécessité pour les conseils d'évaluer avec diligence les conflits d'intérêts potentiels, les opérations donnant lieu à de tels conflits faisant souvent l'objet de contestations par des activistes, qui, même si elles échouent, peuvent nuire à la réputation, mettre à risque l'opération et entraîner une augmentation des frais associés à celle-ci.

Les conseils d'administration doivent également tenir compte du contexte judiciaire dans le cadre de leurs opérations de fusions et acquisitions, notamment en matière d'avis quant au caractère équitable, faute de quoi ils risquent de compromettre l'opération. Étant donné que la plupart des opérations de fusions et acquisitions au Canada sont réalisées par voie d'arrangement approuvé par le tribunal et que ce dernier doit se prononcer sur le caractère équitable de l'arrangement quant à la procédure et au fond, l'avis quant au caractère équitable remis par le conseiller financier du conseil d'administration constitue un élément clé de la démarche que doit suivre le conseil en vue de l'approbation de l'arrangement. Des décisions récentes rendues par les tribunaux de l'Ontario à l'égard de tels arrangements montrent que les avis

quant au caractère équitable feront dorénavant l'objet d'un examen plus rigoureux, notamment en ce qui concerne la structure de la rémunération du conseiller (à savoir si la rémunération en est une à honoraires fixes ou si elle dépend de la réalisation de l'opération) et le degré d'analyse présenté dans l'avis quant au caractère équitable. Des considérations similaires s'appliquent dans les cas où l'acheteur doit obtenir l'approbation de ses propres actionnaires en vue d'une opération. Comme le démontre la campagne de Luxor visant Ritchie Bros dont il est question ci-dessous, les avis quant au caractère équitable sont non seulement examinés par les tribunaux, mais peuvent également être contestés par des activistes qui décèlent des failles dans l'indépendance du conseiller financier ou dans la méthodologie et l'approche adoptées par celui-ci.

En contexte : Dans une campagne lancée en 2023 centrée sur la valeur et les avantages stratégiques, Ritchie Bros et Luxor se sont affrontées concernant les avantages d'une opération dans le cadre de laquelle Ritchie Bros devait fusionner avec IAA. Dans le cadre de sa campagne, Luxor a accusé Ritchie Bros d'avoir infléchi la conclusion de l'avis quant au caractère équitable fourni relativement à l'opération en présentant de nouvelles prévisions moins optimistes après l'établissement du prix de l'opération, deux semaines avant l'annonce de l'opération, et en demandant à ses conseillers de s'appuyer sur ce que Luxor a qualifié de sous-estimation de son évaluation. Luxor a préparé et déposé une analyse détaillée, alléguant essentiellement que la direction de Ritchie Bros avait inexactly présenté le potentiel futur de celle-ci au marché et sous-estimé sa valeur. En réponse aux critiques de Luxor, Ritchie Bros a envoyé plusieurs lettres aux actionnaires réfutant les affirmations de Luxor et alléguant que

celle-ci avait commis des erreurs dans son analyse. Finalement, Ritchie Bros a réussi à faire pencher la balance en sa faveur et a obtenu le soutien de 54 % des actionnaires, une marge de victoire étroite, mais suffisante pour que la fusion soit approuvée.

SOUTIEN DES AGENCES DE CONSEIL EN VOTE

Compte tenu de la proportion croissante d'actions détenues par des institutions, l'obtention du soutien des agences de conseil en vote, telles qu'ISS et Glass, Lewis & Co. (« Glass Lewis »), est souvent considérée comme essentielle au succès d'une opération. L'absence d'un tel soutien n'est pas nécessairement fatale, comme le démontre la réalisation des opérations d'IAA et de MFI malgré les recommandations négatives des agences de conseil en vote. Néanmoins, les conseils d'administration ont tout intérêt à réfléchir aux facteurs que ces agences analyseront en vue de la formulation de leur recommandation de vote et à se demander s'il y a lieu d'étayer l'information qu'ils communiquent pour mettre en évidence les points forts de l'opération et en aborder de manière proactive les faiblesses potentielles. Les agences de conseil en vote examineront, entre autres, les facteurs suivants :

- la valeur de l'opération et son caractère équitable pour les actionnaires;
- la réaction du marché à l'annonce de l'opération et la nécessité éventuelle d'un examen plus approfondi en raison d'une réaction négative;
- la justification stratégique de l'opération et les

antécédents de la direction en matière d'intégration réussie d'acquisitions;

- la question de savoir si les modalités de l'opération ont été négociées sans lien de dépendance;
- l'obtention d'un certain nombre de « victoires » par la direction dans le cadre des négociations;
- l'exhaustivité du processus de vente;
- la présence de conflits d'intérêts;
- le profil de gouvernance de la société issue de l'opération.

Pour évaluer leur vulnérabilité aux recommandations d'ISS et de Glass Lewis, les sociétés doivent bien connaître leurs actionnaires et savoir si ceux-ci souscrivent en grand nombre aux rapports de ces agences. En outre, les sociétés devraient faire appel à un conseiller en sollicitation de procurations qui les aidera à trouver une façon d'obtenir les votes requis en communiquant avec les actionnaires et en identifiant des alliés potentiels, même en cas de recommandation négative de la part d'une agence de conseil en vote.

Note sur les données : Les données sur l'activisme présentées dans ce chapitre proviennent de Diligent Market Intelligence et ne comprennent pas les propositions d'actionnaires.

Principales personnes-ressources

Toronto



Patricia L. Olasker

416.863.5551
polasker@dwpv.com



Aaron J. Atkinson

416.367.6907
aatkinson@dwpv.com



Brett Seifred

416.863.5531
bseifred@dwpv.com

Montréal



Franziska Ruf

514.841.6480
fruf@dwpv.com

New York



Jeffrey Nadler

212.588.5505
jnadler@dwpv.com

Collaborateurs

La rédaction du présent rapport et les recherches préalables sont un projet de Davies Ward Phillips & Vineberg S.E.N.C.R.L., s.r.l., et non des travaux exécutés pour un client ou tout autre tiers. On ne doit pas considérer l'information contenue dans le présent rapport comme un conseil juridique.

Aaron Atkinson (Activisme)

Patricia Olasker (Activisme)

Brandon Orr (Activisme)

Alexandria Pike (ESG)

Sarah Powell (ESG)

Brett Seifred (Diversité)

Ghaith Sibai (Activisme)

Matthew Sherman (Diversité)

Zachary Silver (ESG)

Mathieu Taschereau (Activisme)

À propos de Davies

Davies est un cabinet d'avocats spécialistes des enjeux cruciaux. Déterminés à produire des résultats supérieurs pour nos clients, nous tenons systématiquement un rôle de premier plan dans leurs opérations et leurs dossiers les plus complexes. Depuis nos bureaux de Montréal, de Toronto et de New York, nous déployons notre savoir-faire avec aisance et efficacité sur tous les continents. Veuillez communiquer avec l'un de nos avocats pour parler avec nous de votre situation.

Vous pouvez consulter notre site Web au dwpv.com

La rédaction du présent rapport et les recherches préalables sont un projet de Davies Ward Phillips & Vineberg S.E.N.C.R.L., s.r.l., et non des travaux exécutés pour un client ou tout autre tiers. On ne doit pas considérer l'information contenue dans le présent rapport comme un conseil juridique.

DAVIES

MONTRÉAL

1501 avenue McGill College
Montréal QC Canada
H3A 3N9

514.841.6400

TORONTO

155 Wellington Street West
Toronto ON Canada
M5V 3J7

416.863.0900

NEW YORK

900 Third Avenue
New York NY U.S.A. 10022

212.588.5500