

LA COMMISSION DES VALEURS MOBILIÈRES DE L'ALBERTA DONNE UNE ORIENTATION SUR LES RÉGIMES DE DROITS DES ACTIONNAIRES, LES INDEMNITÉS DE RUPTURE ET LE RECOURS AUX SWAPS D' ACTIONS DANS LE CADRE D'UNE OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT

Publié le 20 janvier, 2022

Catégories: [Perspectives](#), [Publications](#)

Introduction

Le 21 décembre 2021, dans [Re Bison Acquisition Corp](#), 2021 ABASC 188, un tribunal de la Commission des valeurs mobilières de l'Alberta (la « **Commission** ») a rendu une décision écrite (la « **décision** ») exposant les motifs de sa décision rendue de vive voix le 12 juillet 2021 concernant des demandes présentées par Bison Acquisition Corp (« **Bison** ») et Brookfield Infrastructure Corporation Exchange Limited Partnership (« **BICELP** »), Inter Pipeline Ltd. (« **IPL** ») et Pembina Pipeline Corporation (« **Pembina** »). Bison et BICELP sont deux des entités visées par la décision qui sont liées à Brookfield Asset Management Inc.; toutes ces entités liées sont appelées collectivement « **Brookfield** ».

Les demandes concernaient des propositions concurrentes d'acquisition d'IPL par Brookfield et Pembina. En vue de protéger le marché et l'intégrité du choix des actionnaires d'IPL entre les propositions de Brookfield et de Pembina, la Commission a rejeté la demande de Brookfield et rendu un certain nombre d'ordonnances pour protéger l'intérêt public.

La décision permet de conclure (i) que les régimes de droits des actionnaires « tactiques » (adoptés en réponse à une offre publique d'achat hostile) ont toujours leur place, quoique dans des circonstances limitées, (ii) que les « indemnités de rupture » (payées en cas de non-réalisation d'une opération) ne sont pas abusives pourvu qu'elles soient bien structurées et (iii) que le recours aux swaps d'actions et autres instruments dérivés similaires par un initiateur dans le cadre d'une offre publique d'achat hostile peut être jugé abusif, et que la prudence est de mise pour qui souhaite utiliser un tel instrument dans ce contexte.

Contexte

Raisons du dépôt des demandes :

- En février 2021, Brookfield a présenté une offre publique d'achat non sollicitée pour IPL. Brookfield avait déclaré à ce moment que 9,75 % des actions ordinaires d'IPL (les « **actions d'IPL** ») étaient détenues par elle en propriété véritable ou soumise à son emprise, et qu'elle avait aussi une participation financière dans une tranche supplémentaire de 9,9 % des actions d'IPL (les « **actions des swaps** ») par l'entremise de swaps sur le rendement total réglés en espèces (les « **swaps d'IPL** ») dont les actifs de référence sont les actions d'IPL. L'offre de février indiquait que [traduction] « Brookfield n'avait pas le droit d'exercer les droits de vote rattachés aux actions des swaps détenues par le courtier en swap, ou de décider ou d'influencer la façon dont seront exercés ces droits de vote, de même que l'acquisition ou l'aliénation de ces actions » et [traduction] « qu'aucune personne agissant conjointement ou de concert avec Bison n'a la propriété véritable de titres d'IPL ou n'exerce une emprise sur eux ».
- Brookfield n'avait pas déposé de déclaration selon le système d'alerte, car les actions d'IPS qu'elle détenait en propriété véritable ou sur lesquelles elle exerçait une emprise ne représentaient pas au moins 10 % des actions d'IPL.
- L'offre de Brookfield et les documents justificatifs ne précisaient pas la contrepartie du swap. Cette contrepartie était la Banque de Montréal, à qui Brookfield était déjà unie, ainsi qu'à des membres de son groupe, par une série de relations : elle avait notamment engagé BMO Nesbitt Burns Inc. (« **BMO NB** ») comme conseiller financier en vue de l'éventuelle acquisition d'IPL. Ce mandat prévoyait le versement d'une commission de réalisation de 15 M\$ à l'acquisition d'IPL (la « **commission de réalisation de BMO** »)^[1]. « **BMO** » désigne diverses entités de la Banque de Montréal, dont la Banque de Montréal, BMO NB et BMO Marchés des capitaux.
- En février 2021, un comité spécial (le « **comité spécial** ») du conseil d'administration d'IPL (le « **conseil d'IPL** ») a été formé pour entreprendre une évaluation stratégique des options d'IPL (l'« **évaluation stratégique** ») et aider à répondre à l'offre de Brookfield.
- Le 31 mars 2021, le conseil d'IPL a adopté un régime supplémentaire de droits des actionnaires (le « **régime supplémentaire** »), qui est venu modifier certaines dispositions du régime de droits des actionnaires du 8 mai 2017 d'IPL, lequel avait été reconduit par les actionnaires d'IPL le 7 mai 2020. Le principal changement était la modification de la définition de propriété véritable (*beneficial ownership*) de manière à inclure certaines opérations sur dérivés dans le calcul du seuil de déclenchement de 20 %, ce qui aurait pour effet d'inclure les actions des swaps dans le calcul des actions d'IPL détenues en propriété véritable par Brookfield et, concrètement, d'empêcher Brookfield d'acquérir d'autres actions d'IPL ou swaps d'IPL en dehors de son offre publique d'achat.
- Le 31 mai 2021, Pembina et IPL ont conclu une convention d'arrangement (l'« **arrangement avec Pembina** »), qui prévoyait une indemnité de rupture réciproque négociée de 350 M\$ (l'« **indemnité de**

rupture »).

- Brookfield a présenté des offres subséquentes par voie de communiqué le 4 et le 21 juin 2021 (avec l'offre de février, l'« **offre de Brookfield** »). Dans son communiqué du 4 juin 2021, elle appelait sa participation financière de 19,65 % dans IPL le « bloc Brookfield », et soulignait que si l'arrangement avec Pembina était accepté, le bloc Brookfield provoquerait [traduction] « une offre excédentaire importante et prolongée d'actions de Pembina ».
- Le 25 juin 2021, le conseil d'IPL a modifié le régime supplémentaire pour qu'il prenne fin le jour suivant le vote des actionnaires d'IPL sur l'arrangement avec Pembina.

Les demandes

Brookfield

Brookfield a demandé des ordonnances en vertu des articles 179 et 198 de la *Securities Act* de l'Alberta (la « **Loi** ») au motif que le conseil d'IPL aurait employé des mesures de défense inappropriées en réponse à l'offre de Brookfield en adoptant le régime supplémentaire et en acceptant de verser une indemnité de rupture de 350 M\$ à Pembina (la « **demande de Brookfield** »).

Les mesures de redressement demandées par Brookfield comprenaient une ordonnance d'interdiction d'opérations à l'égard du régime supplémentaire, une ordonnance interdisant à IPL de verser l'indemnité de rupture à Pembina et une ordonnance d'interdiction d'opérations à l'égard de tous les titres qui devaient être émis ou échangés dans le cadre de l'arrangement avec Pembina.

IPL et Pembina

Dans sa demande reconventionnelle du 18 juin 2021 (la « **demande d'IPL** »), IPL faisait valoir que la conduite de Brookfield en lien avec les swaps d'IPL portait atteinte aux actionnaires d'IPL et aux marchés financiers pour les quatre raisons suivantes : le recours aux swaps d'IPL pour se soustraire à l'obligation de déposer une déclaration selon le système d'alerte prévue dans le *Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat* (le « **Règlement 62-104** »); le défaut de faire les divulgations requises au public concernant les swaps d'IPL, notamment aux termes du Règlement 62-104; le recours aux swaps d'IPL [traduction] « détenus par une contrepartie de swap captive et docile pour tenter d'annuler l'approbation de l'arrangement avec Pembina par les actionnaires »; le recours aux swaps d'IPL pour tenter de remplir la condition de dépôt minimal de plus de 50 % prévue dans l'offre de Brookfield.

Les mesures de redressement demandées par IPL en vertu des articles 179 et 198 de la Loi à l'égard des swaps d'IPL comprenaient des ordonnances ayant les effets suivants :

- obliger Brookfield à produire un avis de changement à l'offre de Brookfield et à faire d'autres

communications au public concernant les swaps d'IPL (l'« **ordonnance proposée sur la communication** »);

- faire en sorte que les actions des swaps soient considérées comme détenues en propriété véritable ou contrôlées par Brookfield ou par une personne agissant de concert avec Brookfield (ce qui aurait exclu les actions des swaps du calcul pour la condition de dépôt minimal) (l'« **ordonnance proposée sur le dépôt minimal** »);
- faire en sorte que les droits de vote associés aux actions des swaps soient réputés avoir été exercés à l'assemblée des actionnaires d'IPL concernant l'arrangement avec Pembina (l'« **assemblée des actionnaires d'IPL** ») dans la même proportion pour ou contre l'arrangement avec Pembina que toutes les autres actions d'IPL non détenues ou contrôlées par Brookfield, ou empêcher que ces mêmes droits de vote soient exercés à l'égard de l'arrangement avec Pembina (l'« **ordonnance proposée sur le vote** »).

Pembina a adopté la demande d'IPL et demandé en plus une ordonnance d'interdiction d'opérations en vertu de l'article 198 de la Loi à l'égard de tous les titres devant être émis ou échangés dans le cadre de l'offre de Brookfield, y compris le transfert d'actions d'IPL proposé dans l'offre de Brookfield (l'« **ordonnance d'interdiction d'opérations proposée à l'égard de l'offre de Brookfield** »).

Le régime de droits des actionnaires

Historiquement, en cas d'offre publique d'achat hostile, le régime de droits des actionnaires était principalement adopté pour donner au conseil le temps de conclure une opération de remplacement. Depuis les modifications apportées en 2016 au Règlement 62-104, qui ont notamment fait passer de 35 à 105 jours le délai durant lequel l'offre doit être ouverte, ce motif a perdu sa raison d'être. Toutefois, la Commission a souligné qu'un régime qui favorise les objectifs du régime des offres publiques d'achat pouvait être de mise selon les circonstances en l'espèce^[2].

Brookfield prétendait que le régime supplémentaire portait indûment et injustement atteinte aux droits des actionnaires d'IPL, y compris Brookfield, en sa qualité d'actionnaire, en la privant de son droit d'acquérir une tranche supplémentaire de 5 % des actions d'IPL dans le cadre de l'offre en vertu d'une exemption prévue par la loi, et en interférant avec le processus d'offre publique d'achat. Elle soulignait également que le conseil d'IPL n'avait pas soumis le régime supplémentaire à l'approbation des actionnaires.

La Commission était en désaccord avec les arguments de Brookfield et a rejeté la partie de sa demande concernant le régime supplémentaire. Le tribunal a notamment tiré les conclusions suivantes :

- le conseil d'IPL a agi raisonnablement en adoptant le régime supplémentaire étant donné (i) les préoccupations légitimes soulevées par la taille et la nature de la participation de Brookfield dans IPL,

ainsi que l'effet de cette participation sur la volonté d'autres initiateurs éventuels de participer aux enchères, sur la volonté des actionnaires à faire l'effort de voter sur une opération concurrente et sur le résultat de tout vote des actionnaires; (ii) son estimation selon laquelle les actions des swaps pourraient fausser le résultat du vote, que les droits de vote soient exercés contre une opération de remplacement ou qu'ils ne soient pas exercés du tout (voir la discussion détaillée ci-après);

- le régime supplémentaire ne lèse pas les actionnaires d'IPL et a plutôt pour effet d'empêcher Brookfield d'acquérir un bloc de contrôle négatif qui aurait pu dissimuler la véritable préférence des actionnaires pour l'arrangement avec Pembina ou toute autre opération de remplacement;
- même si le régime supplémentaire demeurerait en vigueur après le vote sur l'arrangement avec Pembina (environ quatre mois), il n'existe aucune règle sur la période de validité et en l'espèce, cette période serait nécessaire à la réalisation de l'objectif du régime supplémentaire;
- l'intérêt des actionnaires d'IPL, à l'exception de Brookfield, soit obtenir le plus haut prix possible pour leurs actions, l'emporte sur le droit de Brookfield, en qualité d'initiateur (qui est aussi un actionnaire), d'acquérir les actions d'IPL au meilleur prix possible;
- l'approbation d'un régime par les actionnaires n'est pas nécessairement déterminante et, en l'espèce, le vote sur l'arrangement avec Pembina a servi de vote par procuration sur le régime supplémentaire.

L'indemnité de rupture

S'il est généralement reconnu que les indemnités de rupture ne sont ni irrégulières ni inhabituelles dans les opérations de fusion et acquisition, leur montant peut parfois être contesté, au motif qu'il en fait une mesure de défense abusive. Dans *CW Shareholdings* (Ont. Gen. Div.), la Cour de justice de l'Ontario a déterminé qu'une indemnité de rupture est appropriée si (i) elle est nécessaire pour encourager les offres concurrentes; (ii) l'offre représente une meilleure valeur pour les actionnaires; (iii) l'indemnité atteint [traduction] « un équilibre commercial raisonnable entre son éventuel effet négatif en tant qu'inhibiteur des enchères et son éventuel effet positif en tant que catalyseur des enchères » (le « **critère CW Shareholdings** »). Brookfield affirmait que l'indemnité de rupture ne satisfaisait pas au critère CW Shareholdings Test et constituait une mesure de défense abusive qui était contraire aux intérêts des actionnaires d'IPL.

Or, la Commission a jugé que l'indemnité de rupture satisfaisait à tous les éléments du critère CW Shareholdings. Selon la preuve présentée, elle a conclu que Pembina n'aurait pas présenté d'offre concurrente sans l'indemnité de rupture, car en plus des raisons habituelles pour demander une telle indemnité^[3], Pembina faisait face à un fort risque d'échec de l'opération étant donné la participation importante de Brookfield dans IPL et à des risques supplémentaires liés à la communication de renseignements confidentiels à IPL, une rivale œuvrant dans le même secteur.

En réponse à l'argument de Brookfield selon lequel l'offre de Pembina n'offrait pas plus de valeur aux actionnaires que l'offre de Brookfield, la Commission a indiqué que la preuve contenait des renseignements détaillés sur l'évaluation par le conseil d'IPL de la valeur d'une opération avec Pembina et sur les raisons pour lesquelles il avait conclu que l'arrangement avec Pembina était préférable. Le tribunal a souligné que le choix du conseil d'IPL de donner son aval à l'opération avec Pembina en fonction des résultats de l'évaluation stratégique et de l'avis de ses conseillers constituait un exercice raisonnable de son jugement professionnel à l'égard duquel il fallait faire preuve de déférence.

La Commission a noté que l'établissement du montant de l'indemnité de rupture dépendait des faits et qu'il ne pouvait donc y avoir de minimum ou de maximum fixes. Dans les circonstances, la Commission a jugé que l'indemnité de rupture, à 2,3 % de la valeur d'entreprise d'IPL, était inférieure à la moyenne et se situait dans la fourchette des précédents et, à 4,2 % de la valeur comptable, se situait dans le haut de la fourchette des précédents, mais était toujours raisonnable étant donné les risques que l'opération avec IPL représentait pour Pembina. Qui plus est, le tribunal a accepté l'affirmation d'IPL selon laquelle la valeur d'entreprise était le meilleur indicateur, car IPL était fortement endettée et œuvrait dans le même secteur que Pembina.

Parmi les mesures de redressement demandées, Brookfield voulait que la Commission réduise l'indemnité de rupture ou l'élimine complètement. La Commission a jugé qu'elle n'avait pas compétence pour ce faire et que le seul redressement possible serait une ordonnance d'interdiction d'opérations rendue en vertu de son pouvoir de protection de l'intérêt public – si une telle ordonnance était justifiée. Or, comme la Commission a déterminé que l'indemnité de rupture ne constituait pas une mesure de défense abusive, elle a rejeté la partie de la demande de Brookfield concernant l'indemnité de rupture.

Les swaps d'IPL

La Commission a relevé deux questions distinctes concernant les swaps d'IPL : (i) Brookfield était-elle tenue de déclarer sa combinaison de propriété véritable de 9,75 % et de participation financière supplémentaire de 9,9 % pour respecter l'obligation de déposer une déclaration selon le système d'alerte? (ii) le recours de Brookfield aux swaps d'IPL portait-il manifestement atteinte aux investisseurs et au marché financier?

Propriété occulte et vote vide

Le tribunal a examiné l'historique des modifications apportées et proposées au régime des offres publiques d'achat applicables aux questions sur les swaps d'IPL, particulièrement celles qui concernent la « propriété occulte » et le « vote vide ». En 2013, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (« **ACVM** ») ont proposé de tenir compte de certains types de produits dérivés qui ont une incidence sur la participation financière totale d'un investisseur dans un émetteur (ce qui comprendrait les swaps d'IPL) pour déterminer si le seuil déclenchant l'obligation de déposer une déclaration selon le système d'alerte est atteint. Cette proposition

visait essentiellement à favoriser la transparence en matière de propriété de titres et, plus particulièrement, à empêcher les investisseurs avertis d'utiliser des swaps d'actions ou d'autres dérivés qui permettent (i) l'accumulation d'une participation financière importante dans un émetteur sans divulgation au public, suivie par la conversion de cette participation en titres comportant droit de vote au moment d'un vote (ce qu'on appelle la « propriété occulte ») et (ii) la détention d'un grand nombre de droits de vote à l'égard d'un émetteur permettant d'influencer le résultat d'un vote des actionnaires sans avoir une participation financière équivalente dans l'émetteur (ce qu'on appelle le « vote vide »). En 2016, après avoir reçu de nombreux commentaires exprimant une opposition à la proposition pour plusieurs motifs, et en l'absence de preuve concluante d'abus, les ACVM ont renoncé à mettre la proposition en œuvre.

La Commission a également examiné la décision *Re Sears Canada Inc.*^[4], dans laquelle le tribunal a jugé que le recours à des swaps n'était pas abusif en l'espèce, mais qui comprend tout de même le passage suivant [traduction] : « Nous tenons à souligner qu'il existe vraisemblablement des situations, dans le cadre d'une offre publique d'achat, où le recours à des swaps pour "mettre des titres de côté" dans le but manifeste de se soustraire aux obligations de déclaration prévue dans la Loi de l'Ontario en vue d'influencer une offre proposée constitue une conduite abusive justifiant l'exercice par les CVMO de leur pouvoir de protection de l'intérêt public. »

Déclaration selon le système d'alerte

En ce qui concerne l'obligation de déposer une déclaration selon le système d'alerte, la Commission a confirmé qu'il n'était pas généralement nécessaire de tenir compte des swaps pour déterminer si le seuil de 10 % était atteint. Selon l'*Instruction générale 62-203 relative aux offres publiques d'achat et de rachat*, l'investisseur qui est partie à un swap peut être réputé avoir la propriété véritable des titres de référence ou exercer une emprise sur ces titres parce qu'il a la faculté de se les procurer ou de décider de l'exercice des droits de vote s'y rattachant. Le tribunal a conclu que Brookfield n'avait ni le droit légal de décider de la façon dont seront exercés les droits de vote associés aux actions des swaps détenues par BMO, ni le droit contractuel d'influencer les décisions de BMO quant à la façon dont seront exercés ces droits de vote.

Communication d'information générale sur les swaps d'IPL

Le tribunal a évalué l'affirmation selon laquelle Brookfield aurait fait une communication inadéquate d'information sur les swaps d'IPL dans son offre et d'autres documents en fonction des obligations d'information énoncées dans le Règlement 62-104 et l'Annexe 62-104A1, notamment l'obligation de fournir « tout fait important concernant les titres de l'émetteur visé ». Un fait omis est considéré comme « important » s'il est prudent de s'attendre à ce qu'un investisseur éventuel raisonnable le considère comme important ou utile pour choisir de déposer ou non les actions d'IPL au prix offert.

Le tribunal a examiné la preuve présentée au sujet des éventuels préjudices aux actionnaires d'IPL et au marché financier en raison de la communication déficiente d'information de Brookfield, notamment : (i) certains acheteurs éventuels ont choisi de ne pas faire d'offre parce qu'ils avaient l'impression que Brookfield [traduction] « possédait déjà le contrôle ou avait déjà "gagné" »; (ii) les médias ont affirmé à plusieurs reprises que Brookfield possédait presque 20 % d'IPL, ou détenait une telle participation dans la société, sans mentionner que la participation financière de 9,9 % n'était assortie d'aucun droit de vote; (iii) les acheteurs éventuels, les actionnaires d'IPL et les médias ne savaient pas qu'il existait une importante relation préexistante entre Brookfield et son courtier en swap et que BMO NB allait toucher la commission de réalisation de BMO si l'offre de Brookfield était acceptée, ce qui aurait pu influencer l'exercice par BMO des droits de vote associés aux actions des swaps.

Après avoir analysé la communication faite au public par Brookfield concernant sa propriété des actions d'IPL, le tribunal a conclu que les renseignements suivants au sujet des swaps d'IPL et de la relation entre Brookfield et BMO étaient importants :

- Brookfield ne détenait qu'une participation avec droit de vote de 9,75 % dans IPL
- Dans des lettres aux actionnaires d'IPL datant du 22 février 2021 et du 4 juin 2021, Brookfield a uniquement déclaré une participation financière de 19,65 % ce qui, de l'avis du tribunal, aurait pu porter les actionnaires d'IPL à croire que l'offre de Brookfield avait de meilleures chances de réussite que si la participation avec droit de vote réelle avait été déclarée;
- Dans un communiqué datant du 4 juin 2021, Brookfield a utilisé le terme « bloc Brookfield » pour désigner sa participation financière de 19,65 % ce qui, de l'avis du tribunal, portait à croire que Brookfield pouvait utiliser la totalité de sa participation pour bloquer l'arrangement avec Pembina;
- La relation entre Brookfield et BMO et les éventuels conflits d'intérêts qui en découlent, surtout que Brookfield savait qu'elle aurait pu inciter BMO à déposer les actions des swaps ou à exercer les droits de vote qui s'y rattachent de manière favorable à Brookfield.

Comme les renseignements ci-dessus ont été jugés importants, la Commission a conclu qu'en omettant de les communiquer, Brookfield n'avait pas respecté les obligations du Règlement 62-104.

Un comportement manifestement abusif?

Le tribunal a conclu qu'il n'avait pas à déterminer si la [traduction] « norme des principes fondamentaux » (soit la question de savoir si la Commission peut intervenir plus largement pour protéger l'intérêt public lorsque la lettre d'une loi, politique ou règle sur les valeurs mobilières a été respectée, mais que son esprit ou ses « principes fondamentaux » ont été enfreints) s'applique en Alberta de manière générale ou en l'espèce, car il est convaincu que le comportement de Brookfield était « manifestement abusif ».

Seuils pour la déclaration selon le système d'alerte

Pour évaluer la conduite de Brookfield, le tribunal a examiné [traduction] « sa taille, son degré de complexité et sa qualité d'investisseur averti ». La Commission estime que Brookfield ou ses conseillers devaient être au courant des propositions de 2013 concernant le régime des offres publiques d'achat et des discussions connexes, ainsi que du commentaire dans la décision *Sears* selon lequel le recours à des swaps pouvait être un comportement abusif (ces deux concepts sont abordés plus haut). Le tribunal a conclu que les circonstances en l'espèce sont la preuve du type précis de comportement abusif dont les ACVM se sont inquiétés.

Le tribunal a également conclu que Brookfield a fait pression sur le cours des actions d'IPL jusqu'à la présentation de son offre et limité les options qui s'offraient à IPL durant l'évaluation stratégique, ce qui aurait pu miner la capacité d'IPL à générer le maximum de valeur pour ses actionnaires.

C'est pourquoi même si Brookfield a respecté les obligations de déclaration selon le système d'alerte, la Commission a conclu que son recours à des swaps pour obtenir une participation financière de 19,65 % dans IPL sans communiquer d'information avant le dépôt de son offre portait manifestement atteinte aux actionnaires d'IPL et au marché financier de l'Alberta.

Communication générale d'information par Brookfield

Comme il est indiqué ci-dessus, le tribunal a jugé que la communication d'information par Brookfield n'était pas conforme au Règlement 62-104. En outre, la Commission a jugé que Brookfield n'avait pas corrigé des informations manifestement fausses qui circulaient dans les médias et chez les participants au marché financier. Qui plus est, la Commission a conclu que les relations avec BMO créaient un conflit d'intérêts, qui est exacerbé par le défaut de Brookfield de révéler les rôles multiples de BMO.

Le recours aux swaps d'IPL par Brookfield a été reconnu comme [traduction] « une tentative d'obtenir un avantage insurmontable dans sa quête en vue d'acquérir IPL », qui aurait pu nuire au processus d'enchères, un risque aggravé par la communication déficiente de Brookfield.

La Commission a aussi déterminé que les renseignements omis auraient été importants ou utiles à d'autres parties qui auraient pu vouloir faire concurrence à Brookfield et à Pembina pour l'acquisition d'IPL, et que les participants possibles auraient dû avoir accès à tous les renseignements pertinents nécessaires pour prendre part à un processus équitable et impartial.

Le tribunal a conclu que le comportement de Brookfield portait manifestement atteinte au marché financier et aux actionnaires d'IPL, dont les intérêts sont protégés par le régime des offres publiques d'achat.

Redressements pour les manquements aux obligations de communication et le comportement

manifestement abusif

Ordonnance proposée sur le vote

La Commission a conclu qu'elle n'avait pas compétence pour rendre l'ordonnance proposée sur le vote [5].

Ordonnance d'interdiction d'opérations proposée à l'égard de l'offre de Brookfield

Le tribunal a refusé de rendre l'ordonnance d'interdiction d'opérations proposée à l'égard de l'offre de Brookfield même si elle avait compétence pour le faire, car cela aurait empêché les actionnaires d'IPL de décider eux-mêmes d'accepter l'offre de Brookfield ou de la refuser.

Ordonnance proposée sur la communication

Dans sa délibération sur l'ordonnance proposée sur la communication, le tribunal a insisté sur le rôle capital de la divulgation de l'information dans la réglementation des valeurs mobilières. Il a souligné que la conséquence la plus grave de la conduite de Brookfield était que les actionnaires d'IPL avaient été privés de la possibilité de prendre une décision éclairée, et jugé que la mesure d'atténuation la plus appropriée serait une ordonnance enjoignant à Brookfield de communiquer correctement les faits importants indiqués [6] et prévoyant suffisamment de temps pour la diffusion de ces renseignements.

Ordonnance proposée sur le dépôt minimal

Le tribunal a déterminé qu'il serait injuste pour les autres actionnaires publics d'IPL de permettre que les actions des swaps soient prises en compte pour la condition de dépôt minimal étant donné (i) la séparation de l'intérêt financier lié à leurs droits de dépôt et à leurs droits de vote; (ii) les conséquences de l'importante relation commerciale entre BMO et Brookfield sur le traitement des actions des swaps. Le tribunal estime qu'il est dans l'intérêt public de protéger les actionnaires d'IPL (autres que Brookfield et BMO) en modifiant la condition de dépôt minimal prévue au Règlement 62-104 afin de neutraliser l'effet du dépôt de toutes les actions des swaps dans le cadre de l'offre de Brookfield. Par conséquent, la Commission a ordonné que la condition de dépôt minimal soit revue à la hausse, de 50 % ou plus des actions d'IPL émises et en circulation non détenues par Brookfield à 55 % de ces actions.

Conclusion

Cette décision met en lumière l'importance de comprendre les droits et les obligations de l'initiateur et de la cible dans le cadre d'une offre publique d'achat. N'hésitez pas à communiquer avec un membre du groupe Marchés des capitaux et valeurs mobilières de McMillan si vous voulez discuter du régime canadien des offres publiques d'achat.

[1] Les autres relations comprennent les participations de BMO dans diverses entités de Brookfield, les activités de prêt entre BMO et Brookfield et les activités liées aux valeurs mobilières entre BMO et Brookfield (récemment, des services de prise ferme et d'investissement).

[2] Les objectifs du régime des offres publiques d'achat sont énoncés dans l'*Avis 62-202 relatif aux mesures de défense contre une offre publique d'achat* (l'« **Avis 62-202** »), soit la protection des intérêts légitimes des actionnaires de la société visée et l'établissement d'un cadre réglementaire dans lequel les offres publiques peuvent se dérouler ouvertement et équitablement.

[3] Indemnité pour le temps et les ressources investis, le coût de renonciation et le risque pour la réputation et le cours de l'action de l'initiateur.

[4] (2006), 35 O.S.C.B. 8781. *Sears* impliquait une opération de transformation en société fermée. L'un des actionnaires, par l'entremise de fonds de placement, détenait une participation financière de 11,6 % dans la cible, composée de 5,2 % des actions en circulation et d'une participation de 6,4 % par l'entremise de swaps. Il a été allégué que les swaps avaient été utilisés pour conserver l'emprise sur les actions de l'émetteur et pour les « mettre de côté » de manière à ce que les droits de vote qui s'y rattachent ne soient pas exercés lors de l'approbation de la transformation en société privée par les actionnaires minoritaires.

[5] La proposition visait à ce que les droits de vote rattachés aux actions des swaps puissent être exercés pour ou contre l'arrangement avec Pembina dans la même proportion que toutes les autres actions d'IPL dont les droits de vote ont été exercés à l'assemblée des actionnaires d'IPL, à l'exception des actions de Brookfield.

[6] La Commission a ordonné la communication des renseignements suivants : le nom de la contrepartie de swap (BMO); les dates des accords de swap entre Brookfield et BMO; les dates des opérations par lesquelles Brookfield a acquis une participation financière dans les actions d'IPL par l'entremise des swaps d'IPL; certains renseignements importants concernant la relation commerciale entre Brookfield et BMO; l'existence de la commission de réalisation de BMO, son montant et ses conditions de paiement.

par [Paul Davis](#), [Cynthia Sargeant](#) et [Andjela Sabet](#)

Mise en garde

Le contenu du présent document ne fournit qu'un aperçu du sujet et ne saurait en aucun cas être interprété comme des conseils juridiques. Le lecteur ne doit pas se fonder uniquement sur ce document pour prendre une décision, mais devrait plutôt obtenir des conseils juridiques précis.

© McMillan S.E.N.C.R.L., s.r.l. 2022