

LE TRIBUNAL DES MARCHÉS FINANCIERS DE L'ONTARIO REFORMULE LA NORME DE L'INTÉRÊT PUBLIC DANS L'AFFAIRE RIOT PLATFORMS, INC. C. BITFARMS LTD. ET LA COMMISSION DES VALEURS MOBILIÈRES DE L'ONTARIO

Publié le 3 décembre, 2024

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

L'exercice du pouvoir d'agir dans l'intérêt public du Tribunal des marchés des capitaux de l'Ontario (le « **Tribunal** ») en vertu de l'article 127 de la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario (la « **Loi** ») d'imposer des sanctions à des personnes, même si elles n'ont pas contrevenu à la Loi, à ses règlements d'application ou aux politiques relatives au droit des valeurs mobilières suscite la controverse et le débat^[1]. Comme pour tout organisme de réglementation gouvernemental investi d'un tel pouvoir, la question de savoir comment le Tribunal devrait l'exercer lorsque la législation est vague (la notion d'« intérêt public » n'est pas définie dans la Loi) doit être abordée.

Les normes relatives au « comportement abusif » et aux « principes directeurs » ont toutes les deux été appliquées par le Tribunal et on peut soutenir qu'elles ont produit des résultats inégaux. Comme on pouvait s'y attendre, cela a créé de l'incertitude pour les investisseurs et les participants du marché.

Dans l'arrêt *Riot Platforms, Inc. v Bitfarms Ltd. and Ontario Securities Commission*^[2], le Tribunal a reconnu cette incertitude et s'est fixé un objectif ambitieux : synthétiser et peaufiner des décisions antérieures^[3] et créer une nouvelle norme pour l'exercice par le Tribunal de son pouvoir d'agir dans l'intérêt public. Toutefois, le Tribunal a expressément limité cette nouvelle norme aux circonstances dont il était saisi, à savoir une demande d'interdiction d'opérations sur un régime de droits des actionnaires dont personne n'allègue qu'il contrevient à la législation en valeurs mobilières de l'Ontario.

A. Contexte du litige

Riot Platforms Inc. (« **Riot** ») est un chef de file du minage de bitcoins et de l'infrastructure numérique. Riot est le plus important actionnaire de Bitfarms Ltd. (« **Bitfarms** »), un émetteur assujéti de l'Ontario qui exerce également une activité de minage de bitcoins. Après avoir tenté sans succès de négocier l'acquisition de Bitfarms, Riot a commencé à accumuler des actions de Bitfarms. Pour préserver le statu quo en prévision d'une

éventuelle transaction future avec un tiers qui exigerait un vote majoritaire des deux tiers des actionnaires, Bitfarms a adopté un régime de droits des actionnaires (le « **Régime** »), c'est-à-dire une « pilule empoisonnée ». Le Régime serait déclenché lorsqu'une personne acquiert 15 % ou plus des actions en circulation de Bitfarms au cours des 3 premiers mois de sa mise en œuvre, et par la suite, le seuil déclencheur augmenterait à 20 %. Le seuil déclencheur a eu comme effet que tous les actionnaires de Bitfarms, sauf l'actionnaire déclencheur, auraient le droit d'acheter des actions supplémentaires de Bitfarms à la moitié du prix. Au moment de l'adoption du Régime, Riot était le plus important actionnaire de Bitfarms. Riot détenait près de 15 % des actions de Bitfarms au moment de l'audience[4].

Après l'adoption du Régime par Bitfarms, Riot a demandé, en vertu de l'article 127 de la Loi, une interdiction d'opérations à l'égard du Régime. Riot a fait valoir qu'il serait dans l'intérêt public d'imposer une interdiction d'opérations à l'égard du Régime parce que le seuil de déclenchement de 15 % était inférieur au seuil de 20 % envisagé par le régime des offres publiques d'achat (OPA)[5], qui exige que la partie déclenchante lance une offre publique d'achat officielle.

B. La décision du Tribunal

Le Tribunal a rendu une ordonnance d'interdiction d'opérations, estimant que le seuil de 15 % prévu par le Régime portait atteinte aux principes directeurs du régime des offres publiques d'achat de manière réelle et substantielle[6]. Dans sa décision, le Tribunal a redéfini la norme d'intérêt public applicable *dans les cas où une interdiction d'opérations est demandée à l'égard d'un régime de droits lorsqu'il n'y a aucune allégation de violation du droit des valeurs mobilières* et il a conclu qu'il serait dans l'intérêt public d'accorder une ordonnance :

1. seulement si le demandeur démontre que le régime porte atteinte, de manière réelle et substantielle, de façon à produire un effet public, à un ou à plusieurs principes directeurs clairement discernables qui sous-tendent le droit des valeurs mobilières ontarien; et que l'intimé n'établit pas de circonstances exceptionnelles qui justifieraient néanmoins qu'il autorise la poursuite du régime[7].

Le raisonnement du Tribunal concernant la première partie de la nouvelle norme peut être subdivisé de la façon suivante : quels sont les principes directeurs du droit des valeurs mobilières ontarien, quelle est la différence entre le comportement abusif et le comportement inéquitable en ce qui concerne ces principes, et qu'est-ce qui est considéré comme étant dans l'intérêt public pour justifier l'intervention du Tribunal. La deuxième partie du critère semble reposer sur une approche fondée sur l'appréhension intuitive des circonstances exceptionnelles qui pourraient assurer la sauvegarder d'un régime de droits des actionnaires contesté.

1. Principes directeurs

Dans l'arrêt *Bitfarms*, le Tribunal a énoncé le plus vaste ensemble de principes directeurs qui sous-tendent le droit Ontario des valeurs mobilières. On peut retrouver ces principes directeurs :

1. à l'article 1.1 de la Loi [\[8\]](#);
2. ailleurs dans le droit des valeurs mobilières ontarien ou dans les décisions du Tribunal qui définissent des politiques relativement au droit des valeurs mobilières ontarien [\[9\]](#); et
3. dans les principes énoncés à l'article 2.1 de la Loi [\[10\]](#), qui s'adressent à la Commission [\[11\]](#).

Plus précisément, pour *Bitfarms* et son Régime, le Tribunal a conclu que les « caractéristiques fondamentales du régime d'offres publiques d'achat » étaient des principes directeurs qui « servent de base pour évaluer la conduite dénoncée » [\[12\]](#).

Découvrir les principes directeurs avec lesquels le Tribunal pourrait travailler n'était que la première étape. Ensuite, le Tribunal devait déterminer, en l'absence d'une contravention alléguée à la législation sur les valeurs mobilières, « dans quelle mesure ou de quelle manière la conduite dénoncée devrait être incompatible » avec ces principes directeurs pour justifier une intervention en vertu du pouvoir d'agir dans l'intérêt public. [\[13\]](#).

2. Distinction entre « abusif » et « inéquitable »

Le Tribunal s'est demandé quand il devrait exercer son pouvoir d'agir dans d'intérêt public. Autrement dit, à quel endroit dans la fourchette des conduites inéquitables et abusives, le Tribunal devrait-il intervenir et exercer son pouvoir?

Le Tribunal a rejeté l'argument de la Commission selon lequel la conduite dénoncée devait simplement « faire intervenir » les principes directeurs pour justifier son intervention en vertu de l'article 127. Cette norme d'intervention était trop peu exigeante [\[14\]](#). En ce qui concerne le côté opposé de la fourchette, le Tribunal a affirmé qu'une conduite « abusive » n'est pas non plus la norme, car elle placerait la barre trop haute et empêcherait le Tribunal d'intervenir lorsque cela est nécessaire, même si la conduite en cause n'était pas abusive [\[15\]](#).

De même, le Tribunal a rejeté le caractère inéquitable comme critère pour le motif qu'il est trop peu exigeant parce qu'il s'agit simplement d'un objectif visé par la Loi et qu'il n'est pas censé entrer dans le critère de l'intérêt public [\[16\]](#). De plus, le Tribunal a rejeté l'incompatibilité avec les principes directeurs comme seuil parce qu'elle pourrait s'appliquer à une conduite à caractère mineur [\[17\]](#).

Selon le Tribunal, le seuil approprié se situerait quelque part au milieu de l'échelle entre une conduite inéquitable et une conduite abusive. Le Tribunal a adopté le seuil de la conduite qui « **porte atteinte** » aux

principes directeurs, comme il est expliqué dans l'arrêt *GrowthWorks Canadian Fund Ltd. (Re)*^[18]. Par conséquent, il incombe au demandeur de démontrer que le « ... **comportement porte atteinte à un ou plusieurs principes directeurs clairement perceptibles de manière réelle (c'est-à-dire bien fondée, raisonnablement probable et non illusoire) et substantielle (c'est-à-dire sérieuse et non frivole)** »^[19].

Le Tribunal a reformulé sa norme d'intervention pour deux raisons :^[20]

1. Il faut être en mesure de discerner et de préciser les principes directeurs que la conduite dénoncée mine par souci de prévisibilité et pour empêcher le Tribunal de devoir réécrire le droit des valeurs mobilières par le biais de ses interventions.
2. La conduite doit avoir un caractère réel et substantiel, puisque le Tribunal peut intervenir lorsqu'il n'y a aucune violation du droit des valeurs mobilières. Essentiellement, le Tribunal tente d'imposer une limite à son pouvoir d'agir dans l'intérêt public.

3. Aspect public

Le Tribunal a brièvement abordé l'aspect public de l'exercice de son pouvoir d'agir dans l'intérêt public dans l'arrêt *Bitfarms*. Le Tribunal a conclu que le demandeur doit convaincre le Tribunal qu'il est dans l'intérêt public de rendre une ordonnance en vertu de l'article 127 en prouvant ce qui suit :

1. La conduite dénoncée a un effet préjudiciable sur les investisseurs en général, sur les marchés financiers dans leur ensemble ou sur le bassin d'investisseurs actuels et éventuels d'un émetteur public; **ou**
2. la conduite dénoncée, si elle était tolérée, aurait vraisemblablement un effet négatif sur les transactions futures^[21].

4. Un régime de droits des actionnaires inférieur au seuil de 20 % est toujours évalué par rapport au régime des offres publiques d'achat.

Rappelez-vous que le Régime avait un seuil déclencheur temporaire de 15 %. Le Tribunal a conclu qu'un tel élément déclencheur minait, de façon réelle et substantielle, les principes fondamentaux du régime des offres publiques d'achat, et qu'il n'y avait pas de circonstances exceptionnelles pour renverser cette présomption. Le Tribunal a en outre conclu que, s'il approuvait le seuil de 15 % de *Bitfarms*, cela ferait intervenir l'aspect public, de sorte qu'il est dans l'intérêt public que le Régime fasse l'objet d'une interdiction d'opérations^[22].

Le Tribunal a déclaré que, malgré le fait que Riot n'avait pas présenté d'offre publique d'achat visant *Bitfarms*, il était d'accord avec Riot et la Commission pour dire que le régime d'offres publiques d'achat constituait le contexte approprié dans lequel le Tribunal devait évaluer le Régime. Le Tribunal a estimé que, puisque l'ensemble du régime des offres publiques d'achat « contient des éléments qui régissent » les accumulations

d'actions supérieures ou inférieures au seuil de 20 %, le Régime devrait être examiné dans ce contexte, au lieu de se fier principalement sur les obligations des administrateurs visés[23]. En effet, le Tribunal a conclu que le choix des actionnaires est, en fait, un principe déjà présent dans le régime des offres publiques d'achat[24].

5. Circonstances exceptionnelles

En soulignant l'importance du seuil déclencheur de 20 % dans le régime des offres publiques d'achat et la prévisibilité qu'il procure aux investisseurs et aux participants du marché, le Tribunal a reconnu qu'il voulait éviter de se placer dans une impasse et il a déclaré ce qui suit : « il doit toujours exister la possibilité que le Tribunal choisisse de ne pas imposer une interdiction des opérations à l'égard d'un régime même si le seuil déclencheur du régime est inférieur à 20 % »[25].

Le Tribunal a confirmé et adopté les conclusions de trois décisions dans lesquelles un régime de droits des actionnaires qui s'écartait des éléments essentiels du régime des offres publiques d'achat a été examiné : *Northern Financial Corporation c Jaguar Nickel Inc*[26], *Aurora Cannabis Inc (Re)*[27], et *ESW Capital, LLC*[28].

Dans l'arrêt *Jaguar*, le Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières du Québec a conclu que l'émetteur n'avait pas démontré l'existence de circonstances exceptionnelles suffisantes pour écarter la présomption à l'encontre du seuil de 20 %[29]. Dans l'arrêt *Aurora*, le Tribunal a estimé que seul un « cas rare » pourrait faire en sorte qu'un plan tactique soit autorisé à interférer avec les règles touchant les offres publiques d'achat[30]. Dans l'arrêt *ESW Capital*, le Tribunal a réitéré l'importance de la prévisibilité dans les situations d'offres publiques d'achat et n'a trouvé aucune circonstance exceptionnelle qui justifierait une exemption de l'obligation de dépôt minimal[31].

En conclusion, le Tribunal a précisé qu'un émetteur qui défend un régime des droits [...] *qui s'écarte des éléments fondamentaux du régime des offres publiques d'achat devrait se voir imposer un lourd fardeau de preuve, compte tenu de la nature bien établie des principes fondamentaux du régime des offres publiques d'achat, soit la prévisibilité, la transparence et le traitement équitable des actionnaires cibles.*

Le Tribunal devrait se montrer réticent à l'idée d'autoriser la poursuite d'un tel régime, à moins qu'il n'existe des circonstances exceptionnelles[32].

6. Bitfarms n'a pas fait la preuve de circonstances exceptionnelles qui justifieraient de s'écarter du seuil de 20 % du régime des offres publiques d'achat

Dans l'arrêt *Bitfarms*, le Tribunal avait devant lui deux rapports d'experts opposés concernant la position de blocage que Riot aurait obtenue dans le cadre de sa possession d'actions de Bitfarms. En bref, Bitfarms a présenté des éléments de preuve selon lesquels elle cherchait à empêcher Riot de détenir une position de blocage relativement à une éventuelle transaction de vente avec un tiers. L'expert de Riot n'était pas d'accord

avec les hypothèses, les méthodologies et les conclusions formulées dans la preuve de l'expert de Bitfarms en ce qui concerne ce qui constitue une position de blocage[33]. Le Tribunal a estimé que ces éléments de preuve ne permettaient pas de déterminer s'il existait des circonstances exceptionnelles en l'espèce. Toutefois, il n'a pas écarté la possibilité qu'une « preuve convaincante » d'une position de blocage puisse être appropriée « pour permettre à un régime dont le seuil déclencheur est inférieur à 20 % de demeurer en vigueur »[34].

Le Tribunal a également estimé qu'un processus d'examen stratégique n'est pas en soi un événement extraordinaire qui permettrait la poursuite du régime. Ce faisant, il a observé que l'émetteur qui cherche à prolonger la durée d'un régime de droits des actionnaires doit faire la preuve de circonstances exceptionnelles, surtout dans les cas où aucune d'offre n'est en cours ou en attente; le régime n'a pas été approuvé par les actionnaires; et le processus d'examen stratégique sur lequel l'émetteur s'appuie est en cours depuis longtemps[35].

En l'espèce, le Tribunal a été fortement convaincu de ne pas autoriser la poursuite du Régime en raison du dernier facteur, soit la durée du processus d'examen stratégique. Le Tribunal a conclu que le processus d'examen avait duré aussi longtemps que la période de dépôt minimale de 105 jours prévue par le régime des offres publiques d'achat et que, si une offre était présentée, Bitfarms disposerait d'au moins 105 jours de plus pour étudier des solutions de rechange[36]. Bitfarms n'a fourni aucune preuve convaincante et spécifique de l'existence d'un processus de vente par adjudication en cours et actif qui justifierait l'extension du Régime pour permettre la poursuite d'une telle vente par adjudication[37].

C. Conseils pour les parties prenantes

Il y a deux éléments importants à retenir de la décision du Tribunal dans *l'arrêt Bitfarms*.

Premièrement, le Tribunal a finalement établi une seule norme cohérente pour l'exercice de son pouvoir d'agir dans l'intérêt public, bien qu'il ait déclaré qu'elle se limite aux affaires impliquant des régimes de droits des actionnaires. Toutefois, nous ne serions pas surpris que cette norme soit adoptée (avec des modifications mineures lorsque les circonstances le justifient) pour toutes les affaires non liées à l'application de l'article 127, lorsqu'il n'y a pas eu de violation des lois ontariennes sur les valeurs mobilières.

Deuxièmement, bien qu'il soit clair que le Tribunal ne souhaite pas évaluer la légalité de chaque régime de droits des actionnaires mis en place pour des raisons tactiques, il a clairement indiqué la voie à suivre pour assurer le maintien d'un régime de droits dont le seuil déclencheur est inférieur à 20 %, même lorsque les circonstances en cause sont « exceptionnelles ». À l'avenir, un émetteur pourrait bien être en mesure de résister à une demande d'interdiction d'opérations visant un régime de droits dont le seuil déclencheur est inférieur à 20 % s'il peut prouver que le régime de droits a servi à accroître la valeur pour les actionnaires au moyen de :

- « la preuve convaincante d'une position de blocage », et
- d'un processus de vente par adjudication actif et continu pour lequel il existe une possibilité raisonnable que le processus mène à une transaction dans un délai raisonnable.

[1] Paul D. Davis, «[The Exercise of The Public Interest Power by the OSC – A New Standard is Needed](#)», 4 septembre 2014. Pour de plus amples renseignements, vous pouvez consulter l'article «[Justifiable Expectations Standard: The Basis for the Exercise of the Public Interest Power of the Ontario Securities Commission](#)» de Paul D. Davis, publié le 22 août 2014. Paul D. Davis, «[Ten Years Later: The Justifiable Expectations Standard and the Evolution of Public Interest Powers in Canada](#)», publié le 11 octobre 2024. Pour consulter le document intégral, se reporter à : «[Ten Years Later: The Justifiable Expectations Standard and the Evolution of Public Interest Powers in Canada](#)» de Paul D. Davis, publié le 30 septembre 2024.

[2] 2024 ONCMT 27 [*Bitfarms*]. McMillan S.E.N.C.R.L., s.r.l. était l'avocat-conseil de l'intervenant, le comité spécial du conseil d'administration de Bitfarms Ltd., qui était la seule partie à avoir présenté des observations au nom de Bitfarms lors de l'audience.

[3] Arrêt *Bitfarms* au par. 16.

[4] Bitfarms a soutenu devant le Tribunal que le seuil de 14 % était une position de blocage (arrêt *Bitfarms*, aux paragraphes 107 et 108), mais le Tribunal n'a pas trouvé cet argument convaincant (arrêt *Bitfarms*, au paragraphe 110).

[5] [62-104](#).

[6] Arrêt *Bitfarms* au par. 6.

[7] Arrêt *Bitfarms* au par. 5.

[8] *Loi sur les valeurs mobilières*, L.R.O., 1990, c S.5, [article 1.1](#); Arrêt *Bitfarms* au par. 38. Celles-ci comprennent : protéger les investisseurs contre les pratiques inéquitables, abusives ou frauduleuses; favoriser l'émergence de marchés financiers justes, efficaces et concurrentiels et la confiance dans ces marchés; favoriser la formation de capital; et de contribuer à la stabilité du système financier et à la réduction des risques systémiques.

[9] Arrêt *Bitfarms* au par. 40

[10] *Loi sur les valeurs mobilières*, [article 2.1](#).

[11] Arrêt *Bitfarms* au par. 41

[12] Arrêt *Bitfarms* au par. 40.

[13] Arrêt *Bitfarms* au par. 42.

[14] Arrêt *Bitfarms* au par. 52.

[15] Arrêt *Bitfarms* au par. 53-54.

[16] Arrêt *Bitfarms* au par. 56.

[17] Arrêt *Bitfarms* au par. 57.

[18] [2011 ONSEC 17](#) au [para 59](#).

[19] Arrêt *Bitfarms* au par. 59.

[20] Arrêt *Bitfarms* au par. 60-61.

[21] Arrêt *Bitfarms* au par. 62.

[22] Arrêt *Bitfarms* au par. 69.

[23] Arrêt *Bitfarms* au par. 74.

[24] Arrêt *Bitfarms* au par. 75 -77.

[25] Arrêt *Bitfarms* au par. 91.

[26] [2007 QCBDRVM 15 \(CanLII\)](#) [*Jaguar*].

[27] [2018 ONSEC 10](#) [*Aurora*].

[28] [2021 ONSEC 7](#) [*ESW*].

[29] Arrêt *Bitfarms* au par. 96.

[30] Arrêt *Bitfarms* au par. 98; Arrêt *Aurora* au par. 152.

[31] Arrêt *Bitfarms* au par. 99.

[32] Arrêt *Bitfarms* au par. 100.

[33] Arrêt *Bitfarms* au par. 107-109.

[34] Arrêt *Bitfarms* au par. 111.

[35] Arrêt *Bitfarms*, au par.117.

[36] Arrêt *Bitfarms* au par. 118.

[37] Arrêt *Bitfarms* au par. 119-123.

par [Paul Davis](#), [Sandra Zhao](#), [Madeline Klimek](#) et [Tolu Ogidi](#) (stagiaire en droit)

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. 2024