5 JUILLET 2017

La décision Eco Oro : la CVMO se prononce sur les placements privés stratégiques dans le contexte des assemblées d'actionnaires contestées

Auteurs : Patricia L. Olasker et Steven M. Harris

La Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (la «CVMO») a récemment publié les motifs de sa décision dans l'affaire *Eco Oro Minerals Corp.*, lesquels fournissent des indications importantes sur la réalisation d'un placement privé de titres avec droit de vote dans le contexte d'une course aux procurations et précisent la position de la CVMO à l'égard de la préservation de l'équité des assemblées d'actionnaires contestées dans l'intérêt public.

Contexte

En février 2017, Eco Oro Minerals Corp. («Eco Oro») s'est retrouvée au centre d'une course aux procurations lorsque des actionnaires dissidents ont demandé la convocation d'une assemblée, qui devait se tenir en avril, en vue de remplacer les membres du conseil d'administration alors en poste. Pendant cette course aux procurations, le conseil d'Eco Oro a approuvé le placement privé d'actions ordinaires (les « actions visées ») auprès de certains actionnaires (les « actionnaires favorables »), lesquels détenaient collectivement environ 41% des actions ordinaires alors en circulation. La direction d'Eco Oro avait sollicité ces actionnaires afin qu'ils remettent des lettres d'appui en faveur du conseil en place, ce qu'ils ont convenu de faire. Le placement des actions visées a été réalisé au moyen de la conversion anticipée partielle de billets convertibles d'Eco Oro qui avaient été émis aux actionnaires favorables plusieurs mois auparavant, ce qui a eu pour effet d'accroître la propriété d'actions des actionnaires favorables pour la porter à environ 46% des actions ordinaires en circulation.

Avant la date de clôture des registres pour l'assemblée des actionnaires dont la convocation avait été demandée, la Bourse de Toronto (la «TSX») a conditionnellement approuvé le placement privé. La TSX n'a pas exigé que le placement privé soit approuvé au préalable par les actionnaires, et celui-ci a été réalisé sans qu'un communiqué de presse ne soit publié, peu de temps avant la date de clôture des registres pour l'assemblée. La TSX a donné son approbation après avoir établi que le placement privé « n'influait pas considérablement sur le contrôle d'Eco Oro», étant donné que l'émission des actions visées ne faisait pas en sorte qu'un seul actionnaire ou un groupe d'actionnaires agissant de concert détienne plus de 20% des titres avec droit de vote en circulation.

Les actionnaires dissidents ont demandé à la CVMO d'examiner la décision de la TSX approuvant le placement privé et, en avril, la CVMO a rendu une ordonnance annulant la décision de la TSX. La CVMOa prononcé une interdiction d'opérations sur les actions visées et a ordonné que l'émission de celles-ci soit soumise à l'approbation des actionnaires, à moins qu'Eco Oro et les actionnaires favorables n'annulent l'émission en question. En outre, la CVMO a ordonné à Eco Oro de ne pas considérer les actions visées comme étant en circulation aux fins d'un vote à toute assemblée tant que l'émission de ces actions n'était pas approuvée par les actionnaires, et a ordonné à Eco Oro, dans le cas où les actionnaires n'auraient pas approuvé l'émission, de prendre toutes les mesures nécessaires pour annuler l'émission des actions visées.

Motifs de la CVMO

1. Surveillance de la TSX

Bien que la CVMO ait le pouvoir d'examiner les décisions de la TSX, elle a toujours démontré une certaine réticence à substituer ses décisions à celles de la TSX, sauf dans des cas limités.

Dans l'affaire *Eco Oro*, la CVMOa conclu que la TSX n'avait pas eu connaissance d'un certain nombre de faits importants ou qu'elle n'en a pas saisi toute la mesure, notamment :

- une course aux procurations en vue de remplacer le conseil alors en place était en cours;
- la course aux procurations découlait d'une assemblée dont la convocation avait été demandée par les actionnaires dissidents, et la date de clôture des registres pour déterminer la capacité à voter à l'assemblée tombait quelques jours après la date de la demande d'approbation du placement privé par la TSX;
- la direction avait sollicité les actionnaires favorables afin qu'ils remettent des lettres d'appui en faveur du conseil en place, ce qu'ils ont fait.

La CVMOa conclu que l'ignorance de ces faits par la TSX était principalement due aux lacunes dans l'information que lui avait soumise Eco Oro, mais a également suggéré qu'il pouvait exister une faiblesse dans le processus d'examen par la TSX du placement privé des actions visées.

Par conséquent, la CVMOa établi qu'elle était habilitée à réexaminer le placement privé.

2. Influer considérablement sur le contrôle

La CVMO devait trancher la question fondamentale à savoir si l'émission des actions visées influerait considérablement sur le contrôle d'Eco Oro. Dans sa propre analyse, la TSX a appliqué le concept de «contrôle durable», en examinant uniquement la question à savoir si un nouvel actionnaire détenait, individuellement ou en raison d'une convention de vote fiduciaire expresse intervenue entre actionnaires, 20% des titres suivant le placement. La TSX n'a pas évalué l'incidence que le placement privé pourrait avoir sur un vote ponctuel à une assemblée en particulier.

La CVMO a rejeté le recours restreint au contrôle durable, concluant que cette approche est incompatible avec ce que la TSX entend par « influer considérablement sur le contrôle» dans ses propres règles[1], la définition comportant en effet la notion de l'incidence sur un vote précis. De plus, la CVMO considère que le fait de ne pas tenir compte du vote ponctuel est contraire à l'intérêt public, affirmant « [TRADUCTION] qu'il est nécessaire, dans l'intérêt public, de se demander si l'émission d'actions par un émetteur inscrit en bourse vise à rendre la direction inamovible dans le contexte d'une course aux procurations. »

La CVMO a conclu que les faits soumis lui fournissaient des preuves accablantes qu'Eco Oro avait une motivation tactique pour influencer le vote à la prochaine assemblée et que l'émission des actions visées aux actionnaires favorables « [TRADUCTION] pouvait selon toute attente raisonnable faire pencher la balance en faveur de la direction. » La CVMO n'a découvert, pour contredire cette motivation tactique, aucun objectif commercial convaincant qui aurait justifié la réalisation du placement privé avant la date de clôture des registres pour l'assemblée dont la convocation avait été demandée. En effet, la CVMO a conclu que le placement privé, qui n'apportait pas de nouveaux capitaux ni ne permettait le report d'échéances aux termes des billets convertibles, avait peu d'avantages pratiques positifs pour Eco Oro.

3. Élaboration de la mesure de redressement

La mesure de redressement imposée par la CVMOa pour effet de neutraliser les droits de vote rattachés aux actions visées tant qu'Eco Oro n'aura pas obtenu des actionnaires la ratification de l'émission de ces actions, et, à défaut de cette ratification, il faudra faire demi-tour, c'est-à-dire annuler le placement privé des actions visées. Pour élaborer cette mesure de redressement, la CVMO a cerné quatre facteurs qu'elle juge pertinents pour déterminer s'il est ou non dans l'intérêt public qu'une opération soit annulée :

a. le fait de savoir si l'émetteur a accordé ou non aux personnes qu'il savait susceptibles de contester l'opération l'occasion de présenter leurs objections à la TSX avant la réalisation de l'opération, y compris par la publication d'un communiqué dans un délai suffisant avant la réalisation de l'opération;

b. le fait de savoir si les personnes directement touchées par l'annulation de l'opération ont réalisé l'opération en connaissant les probabilités d'objections;

c. le fait de savoir si les personnes directement touchées par l'annulation de l'opération ont eu l'occasion d'être entendues ou de formuler des commentaires;

d. le fait de savoir s'il est possible d'annuler l'opération dans les circonstances.

En l'espèce, la CVMO n'était pas disposée à faire passer les intérêts commerciaux des actionnaires favorables (lesquels s'opposaient à l'annulation de l'émission des actions visées) avant ce qu'elle considérait être dans l'intérêt général de l'ensemble des actionnaires d'Eco Oro dans le cadre d'un vote équitable sur l'élection des administrateurs.

4. Observations sur l'intérêt public

Dans ses motifs, la CVMO a formulé un certain nombre d'observations au sujet de la prise en compte de l'intérêt public, soulignant à plusieurs reprises que la décision de reconstituer ou non un conseil revient aux actionnaires et que la direction ne doit pas avoir la liberté de manipuler le vote. La CVMO affirme en effet que de permettre qu'un vote soit dénaturé par un tel comportement « [TRADUCTION] porterait une atteinte directe à l'intégrité des marchés financiers de l'Ontario, ce qui est contraire au mandat de la CVMOet à l'intérêt public. »

Selon la CVMO, l'émission d'actions avec droit de vote faisant pencher la balance en faveur de la direction dans le contexte d'une course aux procurations est nettement assimilable à une émission d'actions abusive destinée à contrecarrer une prise de contrôle. Invoquant l'Avis 62-202 relatif aux mesures de défense contre une offre publique d'achat, qui traite essentiellement de la protection de l'intérêt des actionnaires dans le cadre des offres publiques d'achat, la CVMO a fait comprendre de façon claire que, selon elle, les considérations abordées dans cet avis vont jusqu'à l'obligation d'assurer le traitement équitable des parties à l'occasion d'une assemblée des actionnaires contestée.

Dans cette affaire, la CVMO a rendu sa décision en vertu de son pouvoir d'examen des décisions de la TSX et, en raison des conclusions susmentionnées auxquelles elle est parvenue, elle a jugé qu'il était inutile de vérifier si sa compétence relative à l'intérêt public s'appliquait. Toutefois, les mesures prises par la CVMO en vertu de sa compétence relative à l'intérêt public auraient vraisemblablement produit un effet similaire.

Procédures simultanéesdevant la Cour suprême de la Colombie-Britannique

Peu avant de déposer leur demande auprès de la CVMO, les actionnaires dissidents dans la course aux procurations mettant en cause Eco Oro ont intenté contre celle-ci, devant la Cour suprême de la Colombie-Britannique, un recours en cas d'abus en vue d'obtenir une ordonnance visant l'annulation de l'émission des actions visées. Selon la Cour suprême de la Colombie-Britannique, les faits présentés n'ont pas permis de conclure à l'existence d'un abus.

Bien que des procédures et des principes judiciaires différents soient à l'origine de la décision de la Cour suprême de la Colombie-Britannique et de celle de la CVMO, l'affaire *Eco Oro* constitue un nouvel exemple de l'importante disparité des conclusions tirées par les tribunaux et les autorités en valeurs mobilières sur les questions liées aux conflits entre les émetteurs et les conseils dans le contexte d'une course aux procurations.

Répercussionsde la décision *Eco Oro*

La décision *Eco Oro* aura des répercussions sur les placements privés effectués dans des situations où il y a une assemblée contestée. Les émetteurs et leurs conseillers peuvent tirer de cette décision un certain nombre de leçons :

- Nous nous attendons à ce que la TSX fasse un examen plus rigoureux des faits et des circonstances d'un placement privé, en effectuant dans une certaine mesure sa propre vérification diligente et en ne se fiant pas simplement à l'information fournie par l'émetteur.

- Nous nous attendons également à ce que les cas dans lesquels la TSX autorisera la réalisation d'un placement privé avant son annonce publique et l'écoulement d'un certain délai soient très limités.
- Il est probable que la TSX n'appliquera plus de critères précis pour évaluer la capacité d'« influer considérablement sur le contrôle » (c'est-à-dire de créer un actionnaire détenant 20% des titres) et qu'elle entreprendra plutôt un examen plus nuancé qui tiendra compte de l'effet temporaire sur le vote.
- Les émetteurs et leurs conseillers doivent veiller à ce que tous les faits pertinents soient minutieusement présentés à la TSX et à ce que les conséquences de ces faits soient portées à son attention. En outre, les émetteurs doivent envisager la possibilité que la TSX leur pose des questions pointues et leur demande de fournir d'autres renseignements par écrit.
- La TSX pourrait imposer plus souvent l'obligation de soumettre les placements privés à l'approbation des actionnaires dans les circonstances appropriées.

De plus, la décision *Eco Oro* vient confirmer la tendance observée récemment voulant que la CVMO intervienne dans les courses aux procurations pour protéger le caractère équitable du vote. On notera ce qui suit :

- En ce qui concerne la manière dont la CVMO perçoit l'intérêt public, les émetteurs qui effectuent un placement privé dans le contexte d'une course aux procurations doivent être prêts à défendre la légitimité de celui-ci d'un point de vue commercial (la CVMO a de toute évidence conclu que la position d'Eco Oro à cet égard était déficiente).
- Les considérations que la CVMO appliquera dans le contexte de l'intérêt public seront forcément liées en partie aux faits. Toutefois, on peut établir un parallèle avec l'analyse effectuée par la CVMO lors de l'examen de placements privés réalisés par des émetteurs dans le contexte d'offres publiques d'achat contestées, notamment dans la récente affaire *In the Matter of Hecla Mining Company and Dolly Varden Silver Corporation*[2].
- La CVMO, il est clair, est d'avis qu'elle peut élaborer unemesure de redressement qui, de fait, neutralise les droits de vote et annule une opération. On peut sans doute faire valoir que les faits propres à l'affaire *Eco Oro* présentaient peu d'inconvénients pratiques à l'imposition d'une telle mesure. Il est difficile de prévoir si une telle mesure pourra s'appliquer facilement dans des situations plus complexes ou plus nébuleuses, et à quel moment la CVMO considérera qu'il est impossible de l'imposer.

Appel

Eco Oro a porté la décision de la CVMO en appel devant la Cour divisionnaire de l'Ontario. Nous publierons des observations supplémentaires sur les questions abordées dans le présent texte une fois la procédure d'appel terminée.

[1] *Guide à l'intention des sociétés de la TSX*, Partie I. Voir aussi *Request for Comments – Amendments to Parts V, VI and VII of the Toronto Stock Exchange Company Manual in Respect of Non-Exempt Issuers, Changes in Structure of Issuers' Capital and Delisting Procedures* (2004), 270 OSCB 249, à la page 319.

[2] (2016) 39 OSCB 8927. Voir le Bulletin de Davies du 12 janvier 2017 intitulé *Les placements privés remplaceront-ils les pilules empoisonnées?* dans lequel nous examinons l'analyse que fait la CVMO des facteurs à appliquer pour déterminer si un placement privé de titres réalisé dans le contexte d'une offre publique d'achat est une mesure de défense appropriée ou non.

Personnes-ressources : Patricia L. Olasker et Olivier Désilets

Les renseignements et commentaires fournis aux présentes sont de nature générale et ne se veulent pas des conseils ou des opinions applicables à des cas particuliers. Nous invitons le lecteur qui souhaite obtenir des précisions sur l'application de la loi à des situations particulières à s'adresser à un conseiller professionnel.

© 2024 DAVIES WARD PHILLIPS & VINEBERG S.E.N.C.R.L., s.r.l.