

**Les devoirs des administrateurs
lors d'une prise de contrôle**
Étude comparative du droit du Delaware et du droit canadien

Stéphane ROUSSEAU et Patrick DESALLIERS

On peut se procurer le présent ouvrage à:

Les Éditions Thémis
Faculté de droit, Université de Montréal
C.P. 6128, Succ. Centre-Ville
Montréal (Québec) H3C 3J7
Canada

Courriel : themis@droit.umontreal.ca
Internet : www.themis.umontreal.ca
Téléphone : (514) 343-6627
Télécopieur : (514) 343-6779

TABLE DES MATIÈRES

Avant-propos	vii
Introduction	1
Chapitre I	
Les prises de contrôle : une mise en contexte	5
1. TYPOLOGIE DES MODES DE PRISES DE CONTRÔLE D'UN ÉMETTEUR ASSUJETTI.....	6
1.1 L'offre publique.....	6
1.2 Les fusions.....	9
1.2.1 La fusion avec contrepartie en espèces ou en titres.....	10
1.2.2 Le regroupement en contrepartie de titres.....	11
1.3 Les opérations de restructuration du capital.....	11
1.4 Les batailles de procurations.....	13
1.5 Les arrangements statutaires.....	14
1.5.1 La <i>Loi canadienne sur les sociétés par actions</i>	14
1.5.2 La <i>Loi sur les compagnies</i>	20
2. LES OPÉRATIONS DE PRISES DE CONTRÔLE DANS UNE PERSPECTIVE ÉCONOMIQUE.....	21
2.1 Les bénéfices générés par les prises de contrôle.....	21
2.1.1 Les gains de synergie.....	21
2.1.2 L'effet disciplinaire du marché des prises de contrôle.....	22
2.2 Les coûts engendrés par les prises de contrôle.....	23
2.2.1 L'opportunisme de l'acquéreur : la coercition structurelle et les autres stratégies opportunistes.....	24
2.2.2 L'opportunisme des dirigeants de la cible : l'incrustation par l'utilisation de mesures défensives.....	30
3. LES MESURES DÉFENSIVES DÉPLOYÉES À L'ENCONTRE DES OFFRES PUBLIQUES D'ACHAT.....	32
3.1 Les mesures défensives adoptées en prévention d'une offre publique d'achat.....	32
3.1.1 Les mesures défensives <i>anti-requins</i> dans les statuts de la société.....	32
3.1.2 Les <i>pilules empoisonnées contractuelles</i> et les <i>parachutes dorés</i>	35
3.1.3 Les <i>pilules empoisonnées</i>	36
3.1.4 Le <i>Just Say No Defence</i>	37
3.2 Les mesures défensives adoptées en réaction à une OPA.....	38
3.2.1 Le <i>versement d'un dividende spécial</i>	39
3.2.2 L' <i>offre publique de rachat</i> et le paiement du <i>Greenmail</i>	39

3.2.3	L'écuyer blanc et la convention de statu quo	40
3.2.4	Le chevalier blanc.....	41
3.2.5	La défense Pac Man.....	44
3.3	Les mesures de protection de la transaction	45
3.3.1	Les frais de rupture.....	46
3.3.2	L'option sur actifs	46
3.3.3	L'option sur actions du trésor.....	47
3.3.4	Les clauses No Shop, No Talk et Fiduciary Out.....	47
4.	VUE D'ENSEMBLE DES RÈGLES ENCADRANT LES OFFRES PUBLIQUES D'ACHAT.....	49
4.1	Le droit des valeurs mobilières	49
4.1.1	Objectifs de la réglementation	50
4.1.2	Les obligations de divulgation.....	50
4.1.3	Le principe d'égalité de traitement	55
4.1.4	Les délais encadrant le déroulement de l'offre publique	60
4.2	Le droit des sociétés.....	62

Chapitre II

Autorité et responsabilisation : deux modèles concurrents

	d'encadrement des prises de contrôle.....	67
1.	LE MODÈLE DE LA LIBERTÉ DE CHOIX : LA SPHÈRE DE POUVOIR RÉSIDUEL DES ACTIONNAIRES (<i>SHAREHOLDER CHOICE</i>).....	70
1.1	La théorie contractuelle de l'entreprise et la norme de la primauté des intérêts des actionnaires.....	71
1.2	La protection des droits des actionnaires afin de préserver l'effet disciplinaire du marché des prises de contrôle et du droit de vote.....	75
2.	LE MODÈLE DE L'APPRÉCIATION DES ADMINISTRATEURS.....	78
2.1	Les fondements théoriques du modèle de l'appréciation des administrateurs.....	79
2.2	La protection du plan d'affaires stratégique des administrateurs pour contrer l'opportunisme de l'acquéreur	83
3.	LE DÉVELOPPEMENT DES DEVOIRS DES ADMINISTRATEURS EN MATIÈRE D'OFFRES PUBLIQUES D'ACHAT INAMICALES AU DELAWARE ET AU CANADA : L'INFLUENCE DES DIFFÉRENCES STRUCTURELLES ET INSTITUTIONNELLES	90
3.1	La divergence structurelle : l'actionnariat fortement concentré des sociétés canadiennes	92
3.2	La divergence institutionnelle : les vastes pouvoirs des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) dans le champ des prises de contrôle.....	95

Chapitre III

**Les devoirs des administrateurs lors d'une prise de contrôle :
le modèle du Delaware**..... 103

1. LES STANDARDS DE CONDUITE ET DE RÉVISION JUDICIAIRE DE LA CONDUITE DES ADMINISTRATEURS DE LA CIBLE EN MATIÈRE DE PRISE DE CONTRÔLE.....	104
1.1 Le standard de conduite de prudence et diligence.....	106
1.1.1 Aspects procéduraux : processus décisionnel raisonnable..	106
1.1.2 Aspect substantif : décision raisonnable.....	109
1.2 Le standard de révision judiciaire du devoir de prudence et diligence : la <i>Règle de l'appréciation commerciale</i> (<i>Business Judgment Rule</i>).....	109
1.2.1 L'aspect substantif du devoir de prudence et diligence : le test de la décision d'affaires irrationnelle.....	111
1.2.2 Les aspects procéduraux du devoir de prudence et diligence : le test de la négligence grossière.....	114
1.3 Le standard de conduite du devoir de loyauté.....	115
1.3.1 Le conflit d'intérêt horizontal : la norme de la primauté des intérêts des actionnaires.....	115
1.3.2 Le conflit d'intérêt vertical.....	118
1.4 Le standard de révision judiciaire lors du conflit d'intérêts des administrateurs : l'équité entière (<i>Entire Fairness</i>).....	122
2. LES STANDARDS DE CONDUITE ET DE RÉVISION JUDICIAIRE LORS DE L'ADOPTION DE MESURES DÉFENSIVES : LA SPHÈRE DE L'APPRÉCIATION DES ADMINISTRATEURS.....	124
2.1 La réforme du droit des prises de contrôle instaurée par l'affaire <i>Unocal</i>	125
2.1.1 Le standard de conduite de loyauté fondé sur la reconnaissance du risque d'opportunisme de l'acquéreur : l'administrateur en tant que défenseur de la société.....	126
2.1.2 Le développement d'un standard de révision judiciaire renforcée : l'examen judiciaire rehaussé (<i>Enhanced Judicial Scrutiny</i>).....	127
2.2 La valeur intrinsèque de la société et la menace de coercition substantive : la norme de la primauté des intérêts des actionnaires à long terme en tant qu'objectif ultime de gouvernance.....	130
2.3 Les limites temporelles à la menace de coercition substantive et l'intersection entre les sphères de l'appréciation des administrateurs et de la liberté de choix des actionnaires.....	140
3. L'ABANDON DU PLAN D'AFFAIRES STRATÉGIQUE ET LE MARCHÉ DES PRISES DE CONTRÔLE : LA <i>ZONE REVLON</i> ET LA SPHÈRE DE POUVOIR RÉSIDUEL DE LA LIBERTÉ DE CHOIX DES ACTIONNAIRES.....	143
3.1 La réforme du droit des prises de contrôle instaurée par l'affaire <i>Reylon</i>	143

3.1.1	Le standard de conduite de loyauté dans la <i>Zone Revlon</i> : la norme de la primauté des intérêts des actionnaires à court terme	145
3.1.2	Le champ d'application des <i>Revlon Duties</i>	149
3.2	Le standard de conduite de prudence et diligence dans la <i>Zone Revlon</i>	161
3.2.1	La négociation avec un seul acquéreur potentiel : le <i>Market Check</i>	163
3.2.2	Les <i>Revlon Duties</i> en présence de plusieurs offrants : l'enchère	169
3.3	L'examen judiciaire rehaussé : le devoir de maximiser la valeur à court terme pour les actionnaires dans la <i>Zone Revlon</i>	177

Chapitre IV

Les devoirs des administrateurs en droit canadien :

	à la recherche d'un modèle fonctionnel	181
1.	LES STANDARDS DE CONDUITE DES ADMINISTRATEURS DE LA CIBLE EN MATIÈRE DE PRISE DE CONTRÔLE	182
1.1	Le devoir de loyauté : l'objectif guidant les administrateurs dans le contexte d'une prise de contrôle	183
1.1.1	L'interprétation classique de l'intérêt de la société : la norme de la primauté des actionnaires.....	183
1.1.2	La primauté des actionnaires et l'intégration des devoirs <i>Revlon</i> en droit canadien.....	186
1.1.3	L'impact de l'arrêt <i>Magasins à rayons Peoples Inc.</i> sur le devoir de loyauté des administrateurs.....	191
1.1.4	L'intérêt de la société et les mesures défensives.....	201
1.2	Le standard de conduite de prudence et diligence	202
1.2.1	Une norme de conduite objective.....	202
1.2.2	L'appréciation des circonstances	205
1.2.3	Le standard de conduite dans le contexte d'une prise de contrôle.....	209
1.3	Facteurs influant sur les standards de conduite des administrateurs.....	213
1.3.1	Le recours pour oppression et la conduite des administrateurs lors des prises de contrôle	213
1.3.2	L'influence du droit des valeurs mobilières sur l'objectif guidant les administrateurs : le modèle de la liberté de choix des actionnaires	218
2.	LE STANDARD DE RÉVISION JUDICIAIRE DE LA CONDUITE DES ADMINISTRATEURS DE LA CIBLE EN MATIÈRE DE PRISE DE CONTRÔLE : L'ÉVOLUTION TORTUEUSE DU DROIT CANADIEN.....	225
2.1	L'approche canadienne traditionnelle en matière de révision judiciaire	225

TABLE DES MATIÈRES

2.2 La révision judiciaire des décisions des administrateurs dans le contexte de prises de contrôle.....	228
2.2.1 L'approche de la finalité des pouvoirs.....	228
2.2.2 L'influence du droit du Delaware sur la jurisprudence canadienne.....	233
2.3 L'arrêt <i>Wise</i> et la <i>Règle de l'appréciation commerciale</i>	254
Conclusion	261
Bibliographie	263
Table de la jurisprudence	283
Table de la législation	295
Table des schémas	297
Index	299

