

TRIBUNAL ADMINISTRATIF DES MARCHÉS FINANCIERS

CANADA
PROVINCE DE QUÉBEC
MONTRÉAL

DOSSIER N° : 2019-012

DÉCISION N° : 2019-012-001

DATE : Le 11 août 2019

EN PRÉSENCE DE : M^e LISE GIRARD
M^e ELYSE TURGEON
M^e JEAN-PIERRE CRISTEL

TRANSAT A.T. INC.

Partie demanderesse

c.

GROUPE MACH ACQUISITION INC.

et

GROUPE MACH INC.

Parties intimées

et

AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS

et

AIR CANADA

Parties mises en cause

DÉCISION

Le Tribunal en arrive à la décision majoritaire rendue par M^e Lise Girard et M^e Elyse Turgeon laquelle est exposée ci-après.

M^e Jean-Pierre Cristel exprime sa dissidence dans l'opinion qui se retrouve à la suite de la décision majoritaire.

DÉCISION MAJORITAIRE DE M^E LISE GIRARD ET M^E ELYSE TURGEON

Table des matières

Décision majoritaire

CONTEXTE	4
Les parties.....	4
L'Arrangement avec Air Canada	4
L'Offre de Mach.....	5
ANALYSE	18
Questions en litige.....	18
Question 1 : Est-ce que l'offre de Mach telle que structurée, conçue et diffusée aux actionnaires et aux marchés des capitaux constitue une offre abusive contraire à l'intérêt public ?	18
Le droit.....	18
Application des faits au droit.....	31
Éléments considérés	31
Les délais	35
Structure de l'offre	38
Divulgation.....	43
Conclusion.....	46
Question 2 : Si tel est le cas, le Tribunal doit-il prononcer les interdictions demandées ?	46
Publication de la décision	47
Opinion dissidente de M ^e Jean-Pierre Cristel	49

[1] Le Tribunal administratif des marchés financiers (« Tribunal ») a été saisi d'urgence le 6 août 2019 d'une demande de Transat A.T. inc. (« Transat ») en vue d'obtenir l'émission d'ordonnances d'interdictions en lien avec l'offre d'achat restreinte initiée le 2 août 2019 par Groupe Mach Acquisition inc. (« Mach ») visant 6 900 000 actions à droit de vote de catégorie B de Transat, soit environ 19,5 % des actions émises et en circulation.

[2] Le Tribunal a tenu une audience *pro forma* le même jour. L'audience a eu lieu le 8 août 2019. L'affaire a été prise en délibéré à cette date.

[3] L'offre d'achat de Mach a fait l'objet d'un communiqué de presse le 2 août 2019 intitulé « *Mach annonce une offre d'achat de 14,00\$ par action visant les actions à droit de vote de catégorie B de Transat* »¹.

[4] Cette offre est conditionnelle à l'octroi à Mach de procurations lui permettant d'exercer les droits de vote et les droits à la dissidence rattachés à toutes les actions déposées en réponse à l'offre d'achat, et ce, même si plus de 19,5 % des actions de catégorie B sont déposées et avant d'en prendre livraison et de les régler.

[5] Cette offre d'achat fait suite à une convention d'arrangement définitive conclue entre Transat et Air Canada prévoyant l'acquisition par Air Canada de toutes les actions émises et en circulation de Transat, laquelle convention a fait l'objet d'un communiqué de presse le 27 juin 2019.

[6] Une assemblée extraordinaire des actionnaires de Transat est fixée au 23 août 2019 à 10 heures aux fins de voter sur l'arrangement.

[7] L'offre de Mach est effectuée dans l'objectif avoué de faire avorter l'arrangement convenu entre Transat et Air Canada. Les actionnaires ont jusqu'au 13 août 2019, 17 heures, pour déposer leurs actions dans l'offre de Mach. La date d'expiration de celle-ci est le 23 août 2019 à 17 heures, soit après le vote sur l'arrangement.

[8] Mach conteste cette demande d'interdictions et demande au Tribunal de laisser aux actionnaires le libre choix d'accepter ou non son offre, étant selon eux la seule autre option offerte sur le marché actuellement.

[9] L'Autorité des marchés financiers estime que l'intervention du Tribunal est justifiée et nécessaire et qu'en raison du caractère clairement abusif de l'offre, le Tribunal devrait prononcer une interdiction d'opérations sur valeurs à l'égard de l'offre d'achat de Mach et une interdiction d'utiliser les procurations et mandats obtenus des actionnaires ayant déposé leurs actions en réponse à cette offre.

[10] Le Tribunal devra donc déterminer si l'offre de Mach telle que structurée, conçue et diffusée aux actionnaires et aux marchés des capitaux constitue une offre abusive contraire à l'intérêt public. Si tel est le cas, il devra déterminer s'il doit prononcer les interdictions demandées.

¹ Pièce P-1, communiqué de presse du 2 août 2019.

[11] Le Tribunal conclut que l'offre restreinte de Mach, telle que structurée, conçue et diffusée est abusive envers les actionnaires et les marchés des capitaux en général. En conséquence, il doit dans l'intérêt public interdire les activités en vue d'effectuer des opérations sur valeurs en lien avec cette offre, de même qu'interdire l'utilisation des procurations obtenues suivant le dépôt des actions en réponse à cette offre.

CONTEXTE

Les parties

[12] Transat est une entreprise de tourisme international spécialisée dans le voyage vacances, dont le siège social est situé à Montréal. Ses actions à droit de vote variable de catégorie A et ses actions à droit de vote de catégorie B se transigent à la Bourse de Toronto.

[13] Groupe Mach Inc., une société privée, et est un promoteur et propriétaire immobilier indépendant au Québec. Groupe Mach Acquisition Inc. est une filiale en propriété exclusive de Groupe Mach Inc. et est une société de portefeuille qui investit dans plusieurs secteurs.

[14] Air Canada est un transporteur aérien du Canada, dont les titres sont cotés à la Bourse de Toronto.

[15] L'autorité réglementaire principale de Transat est l'Autorité des marchés financiers.

L'Arrangement avec Air Canada

[16] Le 27 juin 2019, Transat et Air Canada concluent une convention d'arrangement définitive prévoyant l'acquisition par Air Canada de toutes les actions émises et en circulation de Transat au prix de 13 \$ l'action.

[17] Le conseil d'administration de Transat, sur recommandation unanime d'un comité spécial, a déterminé à l'unanimité que l'arrangement est dans l'intérêt véritable de Transat et de ses parties prenantes ainsi qu'équitable pour les actionnaires de Transat.

[18] L'assemblée extraordinaire des actionnaires de Transat est fixée au 23 août 2019 à 10 heures, afin que les actionnaires puissent voter sur l'arrangement.

[19] Le conseil d'administration a recommandé à l'unanimité que les actionnaires de Transat votent en faveur de la résolution visant l'approbation de l'arrangement lors de l'assemblée. En cas d'approbation, l'arrangement sera ensuite soumis à l'approbation de la Cour supérieure du Québec lors d'une audition fixée le 28 août 2019.

L'Offre de Mach

[20] À partir de janvier 2019, Mach a exprimé un intérêt pour Transat. À cet égard, plusieurs échanges ont eu lieu entre Transat et Mach entre ce moment et l'arrangement avec Air Canada. Aucune entente avec Mach n'a été conclue².

[21] Le vendredi 2 août 2019, vers 15 heures, Mach émet un communiqué de presse intitulé « *Mach annonce une offre d'achat de 14,00\$ par action visant les actions à droit de vote de catégorie B de Transat* »³. Ce communiqué indique ceci :

« Groupe Mach Acquisition Inc. offre aux porteurs d'actions à droit de vote de catégorie B de Transat A.T. Inc. une contrepartie de 14,00 \$ par action payable en espèces visant au moins 6 900 000 actions à droit de vote de catégorie B de Transat, soit environ 19,5 % des actions à droit de vote émises et en circulation (l'« offre »). »⁴

[Nos soulignements]

[22] Ce communiqué indique qu'à titre de condition de l'offre :

« les actionnaires déposants sont tenus de nommer les représentants de Mach comme leurs prête-noms et fondés de pouvoir aux fins de l'assemblée à l'égard des actions à droit de vote de catégorie B déposées en réponse à l'offre. »⁵

[23] Mach y indique son intention d'exercer les droits de vote rattachés « *à toutes les actions à droit de vote de catégorie B déposées en réponse à l'offre contre le plan d'arrangement proposé de Transat avec Air Canada* »⁶.

[24] Le communiqué précise que les actionnaires déposant leurs actions en réponse à l'offre devront nommer les représentants de Mach comme fondés de pouvoir aux fins de l'assemblée extraordinaire à l'égard de toutes les actions déposées, et ce, « *peu importe le nombre d'actions déposées réellement prises en livraison et réglées par l'initiateur* »⁷.

[25] Sous la rubrique « *Raisons d'accepter l'offre* », on y ajoute que l'offre « *procure une liquidité à court terme* » et que si les conditions sont remplies ou font l'objet d'une renonciation « *les porteurs des actions déposées recevront le prix d'achat dans les trois jours ouvrables suivant le 23 août 2019* »⁸.

[26] Le but de l'offre de Mach est clairement énoncé dans ce communiqué, à savoir de faire avorter l'arrangement convenu entre Transat et Air Canada :

² Pièce P-5, Circulaire de Transat, p. 35 à 45.

³ *Ibid.*

⁴ *Ibid.*

⁵ *Ibid.*

⁶ *Ibid.*

⁷ *Ibid.*

⁸ *Ibid.*

« L'offre a pour but de permettre à Mach d'exercer les droits de vote rattachés aux actions déposées contre l'arrangement proposé et d'offrir aux porteurs de ces actions un prix d'achat en espèces qui comporte une prime considérable au plus tard trois jours ouvrables après le 23 août 2019, sous réserve des modalités de l'offre. »⁹

« Prise de livraison si la souscription est intégrale – L'offre visé au moins 6 900 000 actions (soit environ 19,5 % des actions émises et en circulation). Si plus de 6 900 000 actions sont déposées en réponse à l'offre et que les modalités de l'offre font l'objet d'une renonciation ou sont respectées, selon le cas, l'initiateur ne prendra en livraison jamais moins de 6 900 000 actions. »

[27] À 17h53 le vendredi 2 août, Mach dépose sur SEDAR i) une circulaire de sollicitation de procurations en vue de l'assemblée (« la circulaire de Mach »), ii) l'offre d'achat restreinte et iii) une lettre de transmission (« lettre d'envoi »).

[28] L'offre restreinte vise 6,9 millions d'actions à droit de vote de catégorie B de Transat, représentant environ 19,5 % des actions émises et en circulation, au prix de 14 \$ en espèces par action.

[29] L'offre s'adresse aux porteurs d'actions de catégorie B qui sont inscrits aux registres de Transat en date du 17 juillet 2019, date de clôture des registres aux fins de l'assemblée des actionnaires du mois d'août.

[30] L'offre ne vise donc pas tous les porteurs d'actions de catégorie B, mais seulement ceux qui sont en mesure de voter lors de cette assemblée.

[31] L'offre n'est pas non plus présentée aux détenteurs d'actions de catégorie A de Transat, ni aux détenteurs de titres convertibles de Transat.

[32] L'offre fixe une date limite pour que les actionnaires de Transat y déposent leurs actions, soit le 13 août 2019, à 17 heures. L'offre prévoit que la date limite de dépôt peut être modifiée à toute heure ou date antérieure ou ultérieure fixée par Mach conformément à la rubrique 6 de l'offre « *Changement ou modification de l'offre* ». Il est également prévu que « *dès que possible après la date limite pour le dépôt, l'initiateur fera une annonce publique concernant le nombre d'actions déposées en réponse à l'offre* »¹⁰.

[33] Après la date limite pour le dépôt, il est prévu à l'offre que Mach fournira par voie de communiqué de presse une mise à jour relativement au nombre d'actions déposées, qui indiquera notamment si la prise de livraison proportionnelle s'applique.

[34] Si plus de 19,5% des actions émises et en circulation sont déposées sous l'offre de Mach, cette dernière procédera à une réduction proportionnelle en prenant livraison de seulement 6,9 millions d'actions de Transat à la date d'expiration le 23 août à

⁹ *Ibid.*

¹⁰ Pièce P-3, Offre de Mach, p. 7.

17 heures. Seules ces actions seront ensuite réglées trois jours ouvrables après la date d'expiration.

[35] À ce même moment, il est prévu que Mach annoncera publiquement le nombre d'actions prises en livraison, si les conditions de l'offre ont été respectées ou ont fait l'objet d'une renonciation au moment de l'expiration¹¹.

[36] L'offre de Mach indique qu'il ne fera en « *aucun cas l'acquisition de plus de 19,9 % des actions dans le cadre de l'offre* ». S'il est par la suite déterminé que les 6,9 millions d'actions assujetties à l'offre « *représentent plus de 19,9 % des actions à la date de l'offre, cette dernière sera modifiée de sorte qu'elle ne constitue pas une offre publique d'achat au sens du Règlement 62-104* »¹².

[37] L'offre est assujettie aux conditions énumérées à la rubrique 5 intitulée « *Conditions de l'offre* » :

« **5. Conditions de l'offre**

Malgré toute autre disposition de l'offre et sous réserve des lois, l'initiateur a le droit de retirer l'offre et de ne pas prendre livraison ni régler le prix des actions déposées en réponse à l'offre si les conditions suivantes ne sont pas respectées ou ne font pas l'objet d'une renonciation, en totalité ou en partie, au plus tard au moment de l'expiration ou au cours de toute période antérieure ou postérieure au cours de laquelle des actions peuvent être déposées en réponse à l'offre :

a) il doit avoir été validement déposé en réponse à l'offre, sans que leur dépôt n'ait été révoqué au moment de l'expiration, 6 900 000 actions qui représentent environ 19,5 % des actions émises et en circulation (compte non tenu de la dilution) (la « **condition de dépôt minimal** »);

b) les actions déposées visées par la condition de dépôt minimal sont des actions détenues par les actionnaires déposants à la date de clôture des registres;

c) l'arrangement proposé n'est pas approuvé par le nombre d'actions à droit de vote requis à l'assemblée extraordinaire;

d) aucune des actions déposées visées par la condition de dépôt minimal n'a été déposée aux termes d'une lettre d'envoi aux fins de l'arrangement proposé;

e) aucune des actions déposées visées par la condition de dépôt minimal n'a fait l'objet d'un retrait réputé;

¹¹ *Id.*, p. 8.

¹² *Id.*, p. 6.

f) il ne doit y avoir aucune action, poursuite ou procédure imminente ou intentée par un organisme gouvernemental dans un territoire, ou par toute autre personne dans un territoire, devant un tribunal ou une autorité gouvernementale ou réglementaire ou administrative dans un territoire ou autrement, qui, dans chaque cas : i) empêche l'initiateur ou lui interdit de présenter ou de maintenir l'offre ou de prendre livraison des actions déposées en réponse à l'offre et d'en régler le prix; ii) interdit la négociation d'actions ou empêche ou interdit l'achat d'actions par l'initiateur ou la vente d'actions à l'initiateur, ou y impose des limites ou des conditions importantes, la propriété par l'initiateur d'actions ou l'exercice de tous les droits afférents à leur propriété; iii) nuirait de façon importante à la capacité par l'initiateur de donner suite à l'offre ou de prendre livraison et régler le prix des actions déposées en réponse à l'offre; iv) conteste ou fait déclarer illégal, retarde ou autrement limite ou fait interdire directement ou indirectement l'exercice des droits de vote rattachés aux actions déposées par l'initiateur à une assemblée des actionnaires de Transat, y compris l'assemblée extraordinaire, ou v) vise l'obtention de dommages-intérêts importants ou qui, par ailleurs, à la seule appréciation de l'initiateur, a ou pourrait avoir une incidence défavorable importante sur les actions ou les activités, le revenu, l'actif, le passif, la situation (financière ou autre), les biens, l'exploitation, les résultats d'exploitation ou les perspectives de Transat ou de Mach, ou de leurs filiales, leurs partenaires ou les membres de leur groupe respectif pris dans leur ensemble, ou qui a nuit ou pourrait nuire de façon importante aux avantages que Mach prévoit tirer de l'offre;

g) il n'existe aucune loi interdisant à l'initiateur de présenter l'offre ou de la maintenir en vigueur, de prendre livraison d'actions déposées en réponse à l'offre et d'en régler le prix;

h) aucun changement ne doit être survenu (et aucun événement susceptible d'entraîner un ou plusieurs changements ne doit être survenu) dans les activités, l'actif, le passif, les biens, la situation (financière ou autre), l'exploitation, les résultats d'exploitation ou les perspectives de Transat, de ses filiales ou des membres de son groupe et qui, à l'entière appréciation de l'initiateur, a ou pourrait avoir une incidence défavorable importante sur Transat ou Mach;

i) l'initiateur a établi en son entière appréciation que, selon des modalités qu'il juge satisfaisantes, le régime de droit des actionnaires n'a pas et n'aura pas d'incidence défavorable sur l'offre ou sur l'initiateur, soit avant ou après la réalisation de l'offre, ni sur l'acquisition, par l'initiateur, d'actions dans le cadre de l'offre;

j) Transat n'a pas conclu d'entente ni n'a entrepris ou annoncé de mesures qui pourraient avoir une incidence défavorable importante sur l'offre.

Les conditions qui précèdent sont à l'avantage exclusif de l'initiateur. L'initiateur peut s'en prévaloir à tout moment, quelles que soient les circonstances qui en sont à l'origine (y compris, sans restriction, si l'initiateur prend ou omet de

prendre une mesure donnant lieu à toute revendication de cet ordre). L'initiateur peut, avant et après le moment de l'expiration, renoncer en totalité ou en partie aux conditions précitées sans que cela ne porte atteinte à ses autres droits.

Chacune des conditions précitées est indépendante des autres conditions et s'y ajoute et peut être invoquée, qu'une autre de ces conditions puisse ou non être invoquée, relativement à un événement ou à un état de fait particulier ou autrement. L'omission par l'initiateur d'exercer ou d'invoquer l'un des droits précités à un moment donné ne sera pas réputée constituer une renonciation à ce droit, la renonciation à un droit à l'égard de faits et de circonstances donnés ne sera pas réputée être une renonciation à l'égard d'un autre fait ou d'autres circonstances, et chacun de ces droits est réputé être un droit permanent que l'initiateur peut invoquer à tout moment et à l'occasion. Une décision prise par l'initiateur au sujet d'un événement ou d'une autre question décrit dans les conditions précitées sera définitive et aura force exécutoire à toutes fins.

La renonciation à une condition ou le retrait de l'offre sera valide sur remise d'un avis écrit en ce sens ou d'une autre communication confirmée par écrit par l'initiateur au dépositaire, à son établissement principal à Toronto, en Ontario.

Aussitôt après avoir donné cet avis, l'initiateur publiera et déposera un communiqué annonçant la renonciation ou le retrait, et veillera à ce que le dépositaire, s'il y est obligé par les lois, en avise les actionnaires dès que possible par la suite, de la façon indiquée à la rubrique 9 de l'offre, « Avis et remise », et remettra une copie de l'avis précité à la TSX. Si l'offre est retirée, l'initiateur ne sera pas tenu de prendre livraison et de régler le prix des actions déposées, et le dépositaire retournera sans délai tous les documents déposés auprès du dépositaire dans le cadre de l'offre, dont les certificats ou les relevés SID attestant les actions déposées et les lettres d'envoi ainsi que les documents connexes déposés aux parties qui les avaient déposés. Se reporter à la rubrique 10 de l'offre, « Retour des actions ». »

[38] Une condition essentielle au dépôt des actions en réponse à l'offre est que l'actionnaire est tenu de désigner Mach comme fondé de pouvoir et mandataire l'autorisant notamment à :

- a) voter lors de l'assemblée contre l'arrangement avec Air Canada toutes les actions déposées dans son offre, et ce, « *peu importe le nombre d'actions déposées réellement prises en livraison et réglées* » par Mach à l'expiration le 23 août 2019 à 17 heures après l'Assemblée;
- b) exercer leur droit de dissidence contre l'arrangement dans le but de déclencher la faculté pour Air Canada de le résilier si des droits de dissidence sont exercés pour plus de 10% des actions avec droit de vote.

[39] Plus particulièrement, Mach se réserve le droit de retirer l'offre et de ne pas prendre livraison ni de régler le prix des actions déposées en réponse à l'offre si une condition de l'offre n'est pas respectée ou ne fait pas l'objet d'une renonciation au plus tard au moment de l'expiration, soit le 23 août 2019, 17h :

« L'initiateur se réserve le droit de retirer l'offre et de ne pas prendre livraison ni de régler le prix des actions déposées en réponse à l'offre si une condition de l'offre n'est pas respectée ou ne fait pas l'objet d'une renonciation au plus tard au moment de l'expiration. Sous réserve des modalités de l'offre, l'initiateur prendra livraison des actions déposées en réponse à l'offre au moment de l'expiration et en réglera le prix dans les trois jours ouvrables suivant la date d'expiration. »¹³

« Sous réserve des lois, l'initiateur se réserve expressément le droit, à compter de la date d'expiration, de mettre fin à l'offre ou de la retirer et de s'abstenir de prendre livraison des actions et d'en régler le prix si l'une des conditions indiquées à la rubrique 5 de l'offre, « Conditions de l'offre » n'est pas respectée ou, lorsqu'une telle condition peut faire l'objet d'une renonciation, elle n'a pas fait l'objet d'une renonciation, en remettant un avis écrit en ce sens ou une autre communication confirmée par écrit au dépositaire, à son bureau principal situé à Toronto, en Ontario. S'il retire l'offre, l'initiateur retournera sans délai les actions déposées des actionnaires. Toutefois, sous réserve de la condition relative au pro rata, l'initiateur ne prendra en livraison et ne réglera le prix des actions déposées en réponse à l'offre que s'il prend simultanément livraison et règle le prix de toutes les actions valablement déposées en réponse à l'offre à ce moment et dont le dépôt n'aura pas été révoqué. »¹⁴

[40] De plus, Mach se réserve le droit de prolonger ou de modifier l'offre dans les termes suivants :

« 6. Changement ou modification de l'offre

La clôture de l'offre aura lieu au moment de l'expiration, sous réserve d'une prolongation ou d'une modification, à l'entière appréciation de l'initiateur, ou tel qu'il est indiqué ci-après, à moins que celui-ci retire l'offre.

L'offre ne sera pas prolongée au-delà du moment de l'expiration si toutes les conditions de l'offre sont remplies ou ont fait l'objet d'une renonciation au plus tard au moment de l'expiration, y compris qu'un nombre minimal de 6 900 000 actions au moment de l'expiration, soit environ 19,5 % des actions émises et en circulation selon les renseignements publics sur Transat disponibles à la date de l'offre, ont été déposées.

Sous réserve des restrictions indiquées ci-dessous, l'initiateur se réserve le droit, à tout moment pendant la période d'acceptation de l'offre (ou à tout autre moment autorisé par les lois), de modifier l'offre (notamment en prorogeant la date limite pour le dépôt ou la date d'expiration ou, si les lois le permettent, en écourtant la période durant

¹³ *Id.*, p. ii.

¹⁴ *Id.*, p. 8.

laquelle les actions peuvent être déposées en réponse à l'offre si les lois l'autorisent).

Si, avant le moment de l'expiration ou après le moment de l'expiration, mais avant l'expiration de tous les droits de révocation de dépôt dans le cadre de l'offre, les conditions de l'offre sont modifiées, y compris une réduction du délai au cours duquel des titres peuvent être déposés en réponse à l'offre conformément aux lois, ou une prolongation du délai au cours duquel des titres peuvent être déposés en réponse à l'offre conformément aux lois, et que cette modification résulte ou non de l'exercice d'un droit prévu dans l'offre, l'initiateur, dans les meilleurs délais, diffusera et déposera un communiqué de presse annonçant le nombre d'actions déposées en réponse à l'offre à la date d'une telle modification. Tout avis de changement de l'offre sera réputé avoir été donné et avoir pris effet le jour de sa remise ou de sa communication au dépositaire à son bureau principal de Toronto, en Ontario.

Si, à tout moment avant le moment de l'expiration ou à tout moment après le moment de l'expiration, mais avant l'expiration de tous les droits de révocation de dépôt dans le cadre de l'offre, il se produit un changement dans l'information figurant dans l'offre, tel qu'elle peut être modifiée à l'occasion, qui pourrait, selon toute attente raisonnable, influencer sur la décision d'un actionnaire à qui l'offre est présentée d'accepter ou de rejeter l'offre (sauf un changement indépendant de la volonté de l'initiateur ou d'un membre du même groupe que l'initiateur), l'initiateur, dans les meilleurs délais, diffusera et déposera un communiqué faisant état de ce changement et enverra un avis de changement au dépositaire (l'« **avis de changement** »). Tout avis de changement sera réputé avoir été donné et prendre effet à la date de sa remise ou de sa communication au dépositaire à son bureau principal de Toronto, en Ontario.

Au cours de toute prolongation ou advenant la modification de l'offre ou un changement dans l'information, toutes les actions déjà déposées dont l'initiateur n'aura pas pris livraison ou dont le dépôt n'aura pas été révoqué demeureront visées par l'offre et l'initiateur pourra en prendre livraison conformément aux modalités des présentes. Sauf indication contraire, un report de la date d'expiration, une modification de l'offre ou un changement dans l'information ne constitue pas, sauf indication expresse, une renonciation de la part de l'initiateur à ses droits précisés à la rubrique 5 de l'offre, « Conditions de l'offre ». Sous réserve de la condition relative au pro rata, si la contrepartie offerte relativement aux actions dans le cadre de l'offre est bonifiée, la contrepartie majorée sera versée à tous les actionnaires déposants dont les actions seront prises en livraison dans le cadre de l'offre, que la prise de livraison ait lieu avant ou après l'augmentation.

Si l'offre est prolongée au-delà de la date d'expiration, l'initiateur annoncera le nombre d'actions déposées en réponse à l'offre à la date de la prolongation concernée. De plus, l'initiateur continuera de fournir

au marché des mises à jour en temps opportun par voie de communiqué de presse, et toute mise à jour importante apportée aux modalités de l'offre sera diffusée au moyen d'un avis envoyé à chaque actionnaire. »

[41] Les termes de l'offre relatifs aux procurations et aux droits de dissidence sont les suivants :

« **Procuration**

En signant la lettre d'envoi (ou, dans le cas des actions déposées par transfert par voie d'inscription en compte, en effectuant un transfert par voie d'inscription en compte), le porteur constitue et nomme irrévocablement, à compter du moment où les actions déposées sont déposées en réponse à l'offre (le « **moment de la prise d'effet** »), chaque administrateur et chaque dirigeant de l'initiateur, et toute autre personne que l'initiateur désigne par écrit comme son mandataire et fondé de pouvoir véritable et légitime à l'égard des actions déposées (ces actions déposées ainsi que toutes les distributions (terme défini ci-après) pouvant être déclarées, versées, cumulées, émises, distribuées, effectuées ou transférées sur ces actions, sont appelées les « **actions visées** »). Ce mandataire et fondé de pouvoir jouira des pleins pouvoirs de substitution et de resubstitution (cette procuration sera réputée être une procuration irrévocable assortie d'un intérêt) pour prendre les mesures suivantes au nom de cet actionnaire et pour son compte :

a) inscrire ou noter le transfert ou l'annulation de ces actions visées aux registres appropriés tenus par Transat ou en son nom;

b) donner instruction à l'intermédiaire d'un actionnaire véritable de nommer à titre de fondés de pouvoir, à l'égard des actions déposées, Alfred Buggé, premier vice-président, Fusions et acquisitions de Mach et Vincent Chiara, président de Mach, afin que ceux-ci votent contre la résolution relative à l'arrangement à l'assemblée extraordinaire;

c) que ces actions soient inscrites au nom de l'initiateur ou non, signer et remettre, au moment où l'initiateur en fait la demande, des actes de procuration, des autorisations ou des consentements dont la teneur et la forme conviennent à l'initiateur, ou exercer les droits de vote y afférents, à l'égard de toutes les actions visées, révoquer de tels actes, autorisations ou consentements accordés antérieurement, ou désigner, dans de tels actes, de telles autorisations, de telles demandes, de telles résolutions, de tels consentements ou de telles directives, toute personne à titre de fondé de pouvoir de l'actionnaire en question ou de prête-nom de l'actionnaire relativement aux actions visées à toutes fins, notamment dans le cadre de toute assemblée (que ce soit une assemblée annuelle, extraordinaire ou autre, ou toute reprise d'une assemblée ajournée ou reportée, y compris l'assemblée extraordinaire) des porteurs des titres de Transat en cause;

d) signer, endosser et négocier pour l'actionnaire, en son nom et pour son compte tous les chèques ou les autres instruments représentant toute distribution payable au porteur de ces actions visées ou à son ordre, ou endossés en sa faveur et nommer dans une procuration une personne à titre de fondé de pouvoir ou de prête nom de cet actionnaire à toutes fins relativement à ces distributions;

e) exercer les droits d'un porteur d'actions visées relativement à ces actions visées, y compris tous les droits à la dissidence rattachés à ces actions visées conformément à la Loi canadienne sur les sociétés par actions, compte tenu de la modification contenue dans l'arrangement proposé;

f) signer tous les autres documents, les autres transferts ou les autres assurances pouvant être nécessaires ou souhaitables, au seul jugement de l'initiateur, pour céder dans les faits les actions visées à l'initiateur, le tout tel qu'il est précisé dans la lettre d'envoi.

[...]

Conformément aux modalités de la lettre d'envoi, l'actionnaire qui dépose valablement des actions en réponse à l'offre (chacune, une « **action déposée** ») désignera les représentants de Mach à titre de fondés de pouvoir relativement à toutes les actions déposées dans le cadre de toute assemblée des porteurs des titres de Transat pertinents (que ce soit une assemblée annuelle, extraordinaire ou autre, ou toute reprise d'une assemblée ajournée ou reportée, y compris l'assemblée extraordinaire). Pour plus de précision, malgré la condition relative au prorata, sur remise des actions déposées en réponse à l'offre, l'actionnaire convient que les droits de vote rattachés à ces actions doivent être exercés contre la résolution relative à l'arrangement conformément à la procuration et, au besoin, doit donner des instructions pour qu'un intermédiaire d'un propriétaire véritable nomme à titre de fondé de pouvoir Alfred Buggé, premier viceprésident, Fusions et acquisitions de Mach et Vincent Chiara, président de Mach, afin que ceux-ci votent contre la résolution relative à l'arrangement à l'assemblée extraordinaire.

Conformément à la condition relative au prorata, l'initiateur retournera sans délai aux actionnaires déposants, après la date limite pour le dépôt, toute action excédentaire aux 6 900 000 actions, ou 19,5 % des actions émises et en circulation. »¹⁵

¹⁵ *Id.*, p. 11.

« **Droits à la dissidence** »

En plus de nommer un représentant de Mach à titre de fondé de pouvoir, tous les actionnaires qui déposent des actions en réponse à la présente offre attribueront également à ce représentant le pouvoir d'exercer tous les droits à la dissidence rattachés aux actions concernées.

Les droits à la dissidence peuvent être exercés dans les 48 heures (compte non tenu des samedis, des dimanches et des jours fériés) précédant l'ouverture de l'assemblée extraordinaire. Mach pourrait décider d'exercer les droits à la dissidence rattachés aux actions visées après la date limite pour le dépôt. La convention d'arrangement prévoit expressément qu'Air Canada peut résilier l'arrangement proposé si des droits à la dissidence ont été exercés valablement (ou, s'ils ont été exercés, demeurent en cours) à l'égard de plus de 10 % des actions avec droit de vote émises et en circulation.

Si l'offre n'aboutit pas, les actions déposées seront retournées dès que possible aux porteurs des actions en question (se reporter à la rubrique 10 de l'offre, « Retour d'actions ») et les porteurs pourront révoquer ou maintenir l'exercice de droits à la dissidence conformément à la procédure énoncée dans la circulaire de Transat. »¹⁶

[42] L'offre telle que présentée aux actionnaires prévoit que Mach peut exercer les droits de vote de l'ensemble des actions déposées en réponse à son offre, ce qui peut excéder 19,5 % des actions de catégorie B, et ensuite retirer son offre et ne pas prendre livraison de celles-ci, et ce, même s'il a exercé les droits de vote et de dissidence qui y sont rattachés.

[43] Dans la section « *Questions et réponses au sujet de l'offre* », à la question « *Pourquoi déposer vos actions en réponse à l'offre* », il est indiqué ceci :

« L'initiateur offre aux actionnaires l'occasion de réaliser une valeur sûre et de recevoir des liquidités à une prime en espèces considérable dans les trois jours ouvrables suivant la date d'expiration du 23 août 2019, sous réserve des modalités et des conditions de l'offre. »¹⁷

[44] Dans cette même section, à la question « *Quel est le but de l'offre et quelles sont les intentions de Mach* », il est indiqué ceci et Mach y décrit ainsi ses intentions :

« L'offre a pour but de permettre à Mach d'exercer les droits de vote rattachés aux actions déposées contre l'arrangement proposé et d'acheter les actions à un prix d'achat qui représente une prime en espèces considérable au plus tard trois jours ouvrables après le 23 août 2019, sous réserve des modalités de l'offre.

¹⁶ *Id.*, p. 12.

¹⁷ *Id.*, p. 2.

Mach s'oppose à la résolution relative à l'arrangement pour les raisons suivantes :

- Mach a la certitude que l'acquisition proposée par Air Canada aux termes de l'arrangement proposé sous-évalue considérablement la valeur de Transat.
- Le processus de vente entrepris par le conseil d'administration de Transat (le « conseil de Transat ») présente des lacunes à plusieurs égards, plus particulièrement en ce qui a trait au défaut du conseil de Transat de répondre à Groupe Mach Inc. ou de discuter avec elle de sa proposition supérieure datée du 25 juin 2019 au prix de 14,00 \$ en espèces par action à droit de vote.
- L'offre procure une liquidité à court terme. Si les conditions de l'offre sont remplies ou ont fait l'objet d'une renonciation, les porteurs des actions déposées recevront le prix d'achat dans les trois jours ouvrables suivant le 23 août 2019.
- La circulaire de Transat confirme que l'arrangement proposé devrait être réalisé au début de 2020 (sans fournir de définition précise de « début 2020 ») et que les porteurs d'actions à droit de vote pourraient devoir attendre un bon moment, possiblement bien au-delà de la date de clôture hors du cadre de l'offre du 27 juin 2020, avant de recevoir le prix d'achat aux termes de l'arrangement proposé en raison du temps requis pour obtenir les principales approbations des autorités de réglementation.
- Transat est une entreprise solide dont la proposition de valeur est importante, ce qui comprend de nouvelles flottes d'Airbus par opposition à la flotte de Boeing 737 Max 8 indéfiniment clouée au sol comprise dans le portefeuille d'Air Canada.
- La clôture de l'arrangement proposé réduira considérablement la concurrence dans le secteur canadien des compagnies aériennes, lequel a été historiquement dominé par les deux plus importantes compagnies aériennes nationales, y compris Air Canada.
- Air Canada et Transat n'ont donné aucune garantie que la clôture de l'arrangement proposé n'entraînerait pas de pertes d'emplois pour ces sociétés ou l'une de leurs filiales.
- Air Canada n'a donné aucune garantie que la bannière et le siège de Transat social seront préservés définitivement.

Si l'offre aboutit, Mach a l'intention de collaborer avec les autres parties prenantes et actionnaires pour promouvoir une gouvernance, une responsabilisation de la direction et un

rendement financier de Transat accrus dans l'optique de maximiser les rendements pour les actionnaires de Transat.

Mach n'a pas l'intention de présenter une offre publique d'achat hostile officielle visant la totalité des actions avec droit de vote. Elle ne présentera pas de « proposition supérieure » au sens de la convention d'arrangement tant que le conseil actuel de Transat est en place. Si l'arrangement proposé n'est pas approuvé par le nombre requis d'actions à droit de vote à l'assemblée extraordinaire, nous serons heureux de travailler avec les parties prenantes de Transat, y compris les actionnaires principaux et tout nouveau membre du conseil de Transat, pour protéger les intérêts à long terme de la Société en tant que chef de file mondial indépendant et solide du secteur des voyages d'agrément par la promotion d'une gouvernance, d'une responsabilisation de la direction et d'un rendement financier accru.¹⁸

[Nos soulignements]

[45] À la question « *Comment seront exercés les droits de vote rattachés aux actions déposées ?* », Mach indique ceci dans son offre :

« À titre de condition à la prise de livraison et au règlement des actions, un actionnaire déposant est tenu de nommer l'initiateur comme son prête-nom et fondé de pouvoir aux fins de l'assemblée extraordinaire à l'égard des actions déposées en réponse à l'offre (les « actions déposées ») au plus tard le 13 août 2019, peu importe le nombre d'actions déposées réellement prises en livraison et réglées par l'initiateur.

Lors du dépôt en question, l'actionnaire déposant nommera, ou donnera comme instruction à l'intermédiaire d'un actionnaire véritable de nommer Alfred Buggé, premier vice-président, Fusions et acquisitions de Mach, et Vincent Chiara, président de Mach, comme fondés de pouvoir à l'égard des actions déposées pour qu'ils votent contre la résolution relative à l'arrangement à l'assemblée extraordinaire, et cèdera tous les autres droits, y compris les droits à la dissidence (définis ci-après) rattachés aux actions déposées en faveur de l'initiateur malgré i) toute condition relative au prorata (définie ci-après) et ii) le fait que la prise de livraison et le règlement des actions déposées aient lieu dans les trois jours ouvrables suivant le moment de l'expiration (défini ci-après).

L'INITIATEUR A L'INTENTION D'EXERCER LES DROITS DE VOTE RATTACHÉS À TOUTES LES ACTIONS DÉPOSÉES CONTRE LA RÉSOLUTION RELATIVE À L'ARRANGEMENT. »¹⁹

¹⁸ *Id.*, p. 2.

¹⁹ *Id.*, p. 3.

[46] Relativement au droit à la dissidence, à la question « *Les droits à la dissidence seront-ils exercés* », Mach indique ceci :

« Mach pourrait également décider d'exercer son droit à la dissidence se rattachant aux actions déposées aux termes de l'arrangement proposé relativement aux actions visées après la date limite pour le dépôt. La convention d'arrangement prévoit expressément qu'Air Canada peut résilier l'arrangement proposé si des droits à la dissidence ont été exercés valablement (ou, s'ils ont été exercés, demeurent en cours) à l'égard de plus de 10 % des actions avec droit de vote émises et en circulation. Se reporter à la sous-rubrique « Droits à la dissidence » à la rubrique 4 de l'offre.

Si l'offre n'aboutit pas, les actions déposées seront retournées dès que possible aux porteurs des actions en question (se reporter à la rubrique 10 de l'offre, « Retour d'actions ») et les actionnaires pourront révoquer ou maintenir l'exercice de droits à la dissidence conformément à la procédure énoncée dans la circulaire de Transat. »²⁰

[47] Relativement à la révocation du dépôt des actions et des procurations, dans la section des questions, on résume ainsi le mécanisme :

« PUIS-JE RÉVOQUER LE DÉPÔT DES ACTIONS DÉPOSÉES EN RÉPONSE À L'OFFRE OU DES PROCURATIONS? »

Le dépôt des actions déposées en réponse à l'offre peut être révoqué par l'actionnaire déposant à tout moment avant que l'initiateur ne prenne livraison des actions déposées et n'en règle le prix. Si toutes les conditions de l'offre ont été remplies ou ont fait l'objet d'une renonciation, les actions déposées en réponse à l'offre seront prises en livraison et réglées au plus tard trois jours ouvrables après le moment de l'expiration le 23 août 2019.

Toute procuration sollicitée par l'initiateur relativement à l'assemblée extraordinaire, à l'exception des procurations relatives aux actions dont l'initiateur a pris livraison et a réglé le prix dans le cadre de l'offre, peut être révoquée à tout moment par l'actionnaire sur remise d'instructions à son courtier en valeurs mobilières ou tout autre prête-nom, ou simplement en effectuant un vote subséquent en faveur de l'arrangement proposé. Se reporter à la rubrique 3 de l'offre, « Prise de livraison et règlement du prix des actions déposées ». »²¹

²⁰ *Id.*, p. 3.

²¹ *Id.*, p. 4-5.

ANALYSE

Questions en litige

[48] Les questions en litige sont les suivantes :

1. Est-ce que l'offre de Mach telle que structurée, conçue et diffusée aux actionnaires et aux marchés des capitaux constitue une offre abusive contraire à l'intérêt public ?
2. Si tel est le cas, le Tribunal doit-il prononcer les interdictions demandées ?

Question 1 : Est-ce que l'offre de Mach telle que structurée, conçue et diffusée aux actionnaires et aux marchés des capitaux constitue une offre abusive contraire à l'intérêt public ?

Le droit

[49] Le Tribunal est saisi d'une demande d'interdiction d'opérations sur valeurs en vertu de la *Loi sur les valeurs mobilières*²² (« LVM ») et de la *Loi sur l'encadrement du secteur financier*²³, à l'égard de l'offre d'achat restreinte de Mach.

[50] Il est reconnu que la LVM est une loi d'ordre public de protection, de nature réglementaire et dont l'objet est d'assurer l'intégrité et l'efficacité du marché des valeurs mobilières, de protéger le public et de maintenir la confiance de celui-ci dans ces marchés :

« Il importe tout d'abord de faire remarquer que la Loi est une loi de nature réglementaire. En fait, elle s'inscrit dans le cadre d'un régime de réglementation beaucoup plus vaste de l'industrie des valeurs mobilières au Canada. Elle vise avant tout à protéger l'investisseur, mais aussi à assurer le rendement du marché des capitaux et la confiance du public dans le système: David L. Johnston, *Canadian Securities Regulation* (1977), à la p. 1. »²⁴

[Nos soulignements]

[51] À cet égard, le Tribunal a déjà reconnu dans une autre affaire que l'intérêt public dans le domaine des valeurs mobilières « *transcende les intérêts particuliers de certains investisseurs* »²⁵ et que le bon fonctionnement du marché et la confiance du public envers celui-ci doivent le guider dans ses interventions :

²² RLRQ, c. V-1.1 (« LVM »).

²³ RLRQ, c. E-6.1.

²⁴ *Pezim c. Colombie-Britannique (Superintendent of Brokers)*, [1994] 2 R.C.S. 557, 589.

²⁵ *Autorité des marchés financiers c. Dominion Investments (Nassau) Ltd. (Dominion Investments Ltd.)*, 2008 QCBDRVM 4

« Je suis d'avis que l'intérêt public dans le secteur des valeurs mobilières transcende les intérêts particuliers de certains investisseurs. Le tribunal doit en effet également tenir compte du bon fonctionnement du marché et de la confiance du public investisseur en celui-ci. Des marchés financiers efficaces et intègres sont essentiels pour la prospérité d'un pays, en favorisant une bonne allocation des ressources au plan économique et ainsi permettre à l'ensemble des citoyens, directement ou indirectement, de profiter de cette richesse collective au moment d'une retraite bien méritée. »²⁶

[Nos soulignements]

[52] D'ailleurs, la mission de l'Autorité en regard de la LVM, s'inscrit dans ces mêmes objectifs de protection des investisseurs et de bon fonctionnement des marchés :

« 276. L'Autorité des marchés financiers instituée en vertu de l'article 1 de la Loi sur l'encadrement du secteur financier (chapitre E-6.1) est chargée de l'administration de la présente loi et exerce les fonctions et pouvoirs qui y sont prévus.

L'Autorité a en outre pour mission:

- 1° de favoriser le bon fonctionnement du marché des valeurs mobilières;
- 2° d'assurer la protection des épargnants contre les pratiques déloyales, abusives et frauduleuses;
- 3° de régir l'information des porteurs de valeurs mobilières et du public sur les personnes qui font publiquement appel à l'épargne et sur les valeurs émises par celles-ci;
- 4° d'encadrer l'activité des professionnels du marché des valeurs mobilières et des organismes chargés d'assurer le fonctionnement d'un marché de valeurs mobilières. »²⁷

[53] De plus, une interprétation large qui tient compte des réalités économiques doit être donnée à ce type de loi protectrice :

« On doit donner à ce genre de législation protectrice une interprétation large qui tienne compte des réalités économiques qu'elle vise.

[...]

Cela ne signifie pas que la législation vise uniquement les plans qui sont effectivement frauduleux; elle a plutôt trait aux accords qui ne permettent

²⁶ *Id.*

²⁷ Art. 276 LVM.

pas aux clients de connaître exactement la valeur de leur investissement. »²⁸

[Nos soulignements]

[54] Le pouvoir du Tribunal de prononcer une interdiction d'opérations sur valeurs, notamment pour interdire une offre d'achat d'actions, se fonde sur l'article 265 de la LVM. Cet article prévoit que le Tribunal peut interdire toute activité en vue d'effectuer une opération sur valeurs et toute activité reliée à des opérations sur une valeur donnée :

« **265.** Le Tribunal administratif des marchés financiers peut interdire à une personne toute activité en vue d'effectuer une opération sur valeurs.

Il peut également interdire à une personne ou à une catégorie de personnes toute activité reliée à des opérations sur une valeur donnée.

[...] »

[55] La discrétion du Tribunal d'intervenir à cet égard doit s'exercer dans l'intérêt public, tel que le prévoit le deuxième alinéa de l'article 93 de LESF :

« **93.** Le Tribunal a pour fonction de statuer sur les affaires formées en vertu de la présente loi, de la Loi sur les entreprises de services monétaires (chapitre E-12.000001) et des lois énumérées à l'annexe I. Sauf disposition contraire de la loi, il exerce sa compétence à l'exclusion de tout autre tribunal ou organisme juridictionnel.

Le Tribunal exerce la discrétion qui lui est conférée en fonction de l'intérêt public. »

[Nos soulignements]

[56] L'intervention du Tribunal en fonction de l'intérêt public existe qu'il y ait contravention ou non à la législation en valeurs mobilières, tel que cela a été maintes fois reconnu par les tribunaux et récemment réaffirmé par la Cour d'appel du Québec dans l'arrêt *FibreK*²⁹.

[57] À cet égard, la Cour suprême du Canada dans l'arrêt *Comité pour le traitement égal des actionnaires minoritaires de la Société Asbestos Ltée c. Ontario (Commission des valeurs mobilières)*³⁰ a reconnu que le pouvoir des commissions en valeurs mobilières d'intervenir dans l'intérêt public est vaste et discrétionnaire. Il n'est cependant pas illimité et doit se fonder sur les objectifs de la loi. L'analyse ne doit pas

²⁸ *Pacific Coast Coin Exchange c. Ontario Securities Commission*, [1978] 2 R.C.S. 112, 127-128.

²⁹ *AbitibiBowater inc. (Produitsforestiers Résolu) c. Fibrek inc.*, 2012 QCCA 569, par. 33.

³⁰ *Comité pour le traitement égal des actionnaires minoritaires de la Société Asbestos Ltée c. Ontario (Commission des valeurs mobilières)*, [2001] 2 R.C.S. 132.

se fonder uniquement sur le traitement équitable des investisseurs, mais doit également porter sur l'impact d'une intervention sur l'efficacité des marchés financiers et sur la confiance du public en ces marchés :

« 39 Le paragraphe 127(1) de la Loi confère à la CVMO la compétence pour intervenir dans les activités liées aux marchés financiers en Ontario lorsqu'il est dans l'intérêt public qu'elle le fasse. Le législateur a clairement voulu que la CVMO ait un très vaste pouvoir discrétionnaire en cette matière. Le libellé facultatif du par. 127(1) exprime l'intention de laisser à la CVMO le soin d'apprécier l'opportunité et la manière d'intervenir dans une affaire particulière :

127. (1) La Commission peut, si elle est d'avis qu'il est dans l'intérêt public de le faire, rendre une ou plusieurs des ordonnances suivantes . . . [Je souligne.]

40 La portée du pouvoir discrétionnaire de la CVMO d'agir dans l'intérêt public ressort aussi de façon évidente de la gamme et de la gravité potentielle des sanctions qu'elle est habilitée à imposer en vertu du par. 127(1). De plus, en vertu du par. 127(2), la CVMO dispose sans restriction du pouvoir discrétionnaire d'adjoindre des conditions à toute ordonnance rendue en vertu du par. 127(1) :

(2) L'ordonnance rendue en vertu du présent article peut être assortie des conditions qu'impose la Commission.

41 La compétence relative à l'intérêt public de la CVMO n'est toutefois pas illimitée. Sa nature et sa portée précises doivent être appréciées par une analyse de l'art. 127 dans son contexte. Deux aspects de la compétence relative à l'intérêt public revêtent une importance particulière à cet égard. En premier lieu, il importe de se rappeler que la compétence relative à l'intérêt public de la CVMO est fondée en partie sur les deux objets de la Loi, décrits à l'art. 1.1, à savoir « protéger les investisseurs contre les pratiques déloyales, irrégulières ou frauduleuses » et « favoriser des marchés financiers justes et efficaces et la confiance en ceux-ci ». Par conséquent, lorsqu'il s'agit d'examiner une ordonnance rendue dans l'intérêt public, c'est commettre une erreur que de ne se concentrer que sur le traitement équitable des investisseurs. Il faut aussi prendre en considération l'incidence d'une intervention dans l'intérêt public sur l'efficacité des marchés financiers et sur la confiance du public en ces marchés financiers. »³¹

[Nos soulignements]

[58] Ainsi, la compétence du Tribunal d'intervenir en fonction de l'intérêt public est fondée sur deux principaux objectifs, soit la protection des investisseurs contre des pratiques irrégulières, frauduleuses ou déloyales et le fait de favoriser des marchés de capitaux justes et efficaces ainsi que le maintien de la confiance en ceux-ci.

[59] La Cour suprême du Canada ajoute dans *Asbestos* que les ordonnances rendues dans l'intérêt public n'ont pas pour objectif d'être réparatrices ou punitives,

³¹ *Id.*

mais sont plutôt protectrices et préventives. Elle souligne également qu'aucune contravention à la loi n'est nécessaire pour qu'une intervention puisse s'imposer :

« 42 En deuxième lieu, il importe de reconnaître que l'art. 127 est une disposition de nature réglementaire. À cet égard, j'abonde dans le sens du juge Laskin lorsqu'il dit que [TRADUCTION] « [l]a fin visée par la compétence relative à l'intérêt public de la CVMO n'est ni réparatrice, ni punitive; elle est de nature protectrice et préventive et elle est destinée à être exercée pour prévenir le risque d'un éventuel préjudice aux marchés financiers en Ontario » (p. 272). Cette interprétation des pouvoirs conférés par l'art. 127 s'harmonise avec la jurisprudence de la CVMO dans des affaires comme *Canadian Tire*, précitée, conf. par (1987), 1987 CanLII 4234 (ON SC), 59 O.R. (2d) 79 (C. div.), autorisation d'interjeter appel à la C.A. refusée (1987), 35 B.L.R. xx, où les tribunaux ont reconnu qu'il n'est pas nécessaire qu'il y ait violation de la Loi pour que l'art. 127 s'applique. Elle s'accorde aussi à l'objet des lois de nature réglementaire en général. La visée d'une loi de nature réglementaire est la protection des intérêts de la société, et non la sanction des fautes morales d'une personne : voir l'arrêt *R. c. Wholesale Travel Group Inc.*, 1991 CanLII 39 (CSC), [1991] 3 R.C.S. 154, p. 219.

43 De plus, cette interprétation est compatible avec les moyens retenus pour l'application de la Loi. Les techniques d'application de la Loi embrassent un large éventail allant des sanctions purement réglementaires ou administratives aux sanctions pénales graves. Les sanctions administratives sont celles qui servent le plus fréquemment et elles sont regroupées à l'art. 127 sous l'intertitre « Ordonnances rendues dans l'intérêt public ». Ces ordonnances ne sont pas de nature punitive : *Re Albino* (1991), 14 O.S.C.B. 365. L'objet d'une ordonnance rendue en vertu de l'art. 127 est plutôt de limiter la conduite future qui risque de porter atteinte à l'intérêt public dans le maintien de marchés financiers justes et efficaces. Le rôle de la CVMO en vertu de l'art. 127 consiste à protéger l'intérêt public en retirant des marchés financiers les personnes dont la conduite antérieure est à ce point abusive qu'elle justifie la crainte d'une conduite ultérieure susceptible de nuire à l'intégrité des marchés financiers : *Re Mithras Management Ltd.* (1990), 13 O.S.C.B. 1600. Par contraste, c'est aux cours de justice qu'il appartient de punir ou de corriger une conduite antérieure, en vertu respectivement des art. 122 et 128 de la Loi : voir D. Johnston et K. Doyle Rockwell, *Canadian Securities Regulation* (2^e éd. 1998), p. 209-211. »³²

[Nos soulignements]

[60] C'est d'ailleurs dans l'affaire *Canadian Tire Corp. (Re)*³³ que la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (« CVMO »), dans un dossier conjoint avec la Commission des valeurs mobilières du Québec, a clairement énoncé que les commissions de valeurs mobilières pouvaient intervenir en fonction de l'intérêt public, même en l'absence de contravention à la loi, lorsqu'existe un abus clair des actionnaires en particulier et des marchés des capitaux en général :

³² *Id.*

³³ *Canadian Tire Corp. (Re)*, 1987 LNONOSC 47.

« [...] The Legislature deliberately has given the Commission a broad and unfettered power to move quickly to intervene in the capital markets to stop a trade or a transaction which it deems to be contrary to the public interest. The ambit of the Commission's power under section 123 is not hedged or confined by particular examples or by particular criteria, as is true elsewhere in the Act. Rather, the Legislature has vested in the Commission the power to intervene where it has been demonstrated that such intervention is necessary to fulfil the Commission's mandate to regulate the capital markets in the public interest. [...]

There are, however, situations which call for regulatory intervention to prevent an abusive transaction that will have a deleterious effect on a class of investors in particular, or on the capital markets in general. In those cases, the Commission would not be acting in accordance with the power and responsibility vested in it by the Legislature if it did not use its cease trade power under section 123. [...]

Equally clearly in our view, the Commission should act to restrain a transaction that is clearly abusive of investors and of the capital markets, whether or not that transaction constitutes a breach of the Act, the regulations or a policy statement. Such occasions may be rare, but the power is there in section 123 and it ought to be used in appropriate circumstances. [...]

To invoke the public interest test of section 123, particularly in the absence of a demonstrated breach of the Act, the regulations or a policy statement, the conduct or transaction must clearly be demonstrated to be abusive of shareholders in particular, and of the capital markets in general. A showing of abuse is something different from, and goes beyond, a complaint of unfairness. A complaint of unfairness may well be involved in a transaction that is said to be abusive, but they are different tests. Moreover, the abuse must be such that it can be shown to the Commission's satisfaction that a question of the public interest is involved. That almost invariably will mean some showing of a broader impact on the capital markets and their operation. »³⁴

[Nos soulignements]

[61] Dans l'analyse d'une opération pour laquelle une intervention est demandée dans l'intérêt public, une interprétation technique de conformité à la loi ne doit pas être menée, mais le Tribunal doit plutôt rechercher l'intention véritable derrière l'opération et en analyser les impacts sur les principes fondamentaux de la législation.

[62] Pour paraphraser la CVMO dans *Canadian Tire*, les opérations qui sont structurées d'une manière qui vise clairement à éviter les principes fondamentaux qui

³⁴ *Id.*, pp. 73, 76, 90 et 91

sous-tendent la réglementation en valeurs mobilières seront examinées de près et une intervention pourra être prise dans les cas appropriés :

«That statement is important as outlining the basic approach that the Commission is prepared to take to a transaction in an appropriate case, particularly when a takeover bid is concerned. That is not to say that the terms of the Act or policy statements or the by-laws of the self-regulatory organizations, cannot be relied upon as they are written. It is to say, however, that transactions that are clearly designed to avoid the animating principles behind such legislation and rules will be scrutinized closely by the Commission and intervention will be ordered in appropriate cases.»³⁵

[Nos soulignements]

[63] La CVMQ dans ce même dossier conjoint rappelait l'intention du législateur, à savoir que cette dernière soit investie d'un pouvoir étendu lui permettant d'agir rapidement dans des situations qu'elle juge contraire à l'intérêt public :

« Le législateur a délibérément donné à la Commission un pouvoir étendu et sans entrave d'intervenir rapidement dans les marchés financiers pour arrêter une opération qu'elle juge contraire à l'intérêt public. La portée du pouvoir conféré à la Commission par l'article 265 n'est pas circonscrite ou délimitée par des exemples particuliers ou par des critères particuliers, comme c'est le cas pour d'autres articles. Plutôt, le législateur a conféré à la Commission le pouvoir d'intervenir dans les cas où il a été établi que cette intervention était nécessaire pour accomplir sa mission de réglementer les marchés financiers dans l'intérêt public.

Les critères en fonction desquels le pouvoir de prononcer une interdiction doit être exercé sont l'intérêt public, mentionné à l'article 316 de la Loi, et la mission de la Commission, telle qu'elle est définie, à l'article 276 de la Loi: en particulier, l'un des éléments de cette mission est «d'assurer la protection des épargnants contre les pratiques déloyales, abusives et frauduleuses». »³⁶

[Nos soulignements]

[64] Dans l'affaire *Sterling Centrecorp Inc. (Re)*³⁷, la CVMO notait que l'intervention dans l'intérêt public doit être exercée avec prudence et que la commission doit regarder tous les faits, l'ensemble des circonstances et des intérêts en jeu et l'impact de l'ordonnance recherchée sur ces intérêts :

« **212** The Commission's "public interest" jurisdiction is broad and powerful, and must be exercised with caution, as recognized in the *Re*

³⁵ *Id.*, pp. 77-78.

³⁶ *C.T.C. Dealer Holdings Limited*, (1987) 18 B.C.V.M.Q. no 14, p. A22.

³⁷ *Sterling Centrecorp Inc. (Re)*, 2007 LNONOSC 537.

Canadian Tire decision. When considering the exercise of this jurisdiction, the Commission needs to have regard to all of the facts, all of the policy consideration at play, all of the underlying circumstances of the case, and all of the interests affected by the matter and the remedy sought. As described above, section 91 of the Act and Rule 61-501, fundamentally, must be interpreted to ensure protection of the minority. [...]»³⁸

[Nos soulignements]

[65] Le Tribunal a repris ces enseignements dans l'affaire *FibreK*³⁹.

[66] Dans le même sens, dans l'affaire *Sears Canada Inc.*⁴⁰, la CVMO reprend les principes de *Canadian Tire* et note qu'il faut plus qu'une allégation de traitement inéquitable. Une démonstration d'un impact sur les marchés des capitaux de manière générale est nécessaire. De plus, la CVMO indique que sa conclusion selon laquelle les manœuvres sont abusives et coercitives contre les porteurs minoritaires est basée sur une analyse détaillée de la conduite globale de Sears :

« **302** The Commission's public interest jurisdiction is derived from the broad mandate conferred upon it under the Act to provide protection to investors from unfair, improper, or fraudulent practices and to foster fair and efficient capital market and confidence in their integrity (section 1.1 of the Act). [...]

304 The frequently cited *Canadian Tire* decision established that the Commission can and will intervene on public interest grounds even if there is no breach of the Act, the regulations or Commission policies. In such circumstances, the Commission's public interest jurisdiction will be invoked where necessary to prevent an otherwise abusive transaction from occurring. Accordingly, the standard for intervention in such circumstances is more than a complaint of unfairness and will generally involve some showing of a broader impact on the operation of the capital markets (*Re Canadian Tire Corp.* [...])

306 The parties in this case, including Commission Staff, all agreed that in the absence of any contravention of Ontario securities law, a finding that the conduct of Sears Holdings in relation to their Offer was abusive of the capital markets would be required in order to warrant an order being made to cease trade the Offer under section 127 of the Act.

307 In view of the fact that we have found that the Vornado Agreement and the Support Agreements were entered into in contravention of subsection 97(2) of the Act, it is unnecessary for us to make a finding that the conduct of Sears Holdings in connection with their insider bid or the

³⁸ *Id.*

³⁹ *AbitibiBowater inc. (Produits forestiers Résolu) c. Fibrek inc.*, 2012 QCBDR 17, par. 101.

⁴⁰ *Sears Canada Inc. et al.*, 2006 ONSEC 13.

bid itself was "abusive" in order to support the exercise of our public interest jurisdiction under section 127 of the Act.

308 Although it is unnecessary for us to do so, we find that elements of the conduct of Sears Holdings in pursuing their Offer were coercive and abusive of the minority shareholders of Sears Canada and the capital markets generally. Our finding in this regard is based on the detailed analysis and assessment of the conduct of Sears Holdings considered in totality as described in detail above. »⁴¹

[Nos soulignements]

[67] Dans l'affaire *Magna International Inc. et al (Re)*⁴², la CVMO souligne qu'elle est en droit d'intervenir en fonction de l'intérêt public, même si une conduite est techniquement dans le respect des exigences de la législation en valeurs mobilières, mais qu'elle est contraire aux principes fondamentaux sous-tendant ces exigences. De plus, elle indique qu'une transaction peut être abusive si elle est artificielle ou qu'elle contrecarre les attentes raisonnables des investisseurs :

« 183 The Supreme Court of Canada has confirmed the Commission's broad jurisdiction to intervene on public interest grounds where doing so would further the purposes of the Act. However, the Court noted that the Commission's jurisdiction is constrained by the purposes of the Act and the regulatory nature of section 127. The primary purpose of an order under section 127 is to restrain future conduct that is likely to be prejudicial to the public interest in fair and efficient capital markets (Asbestos, supra at paras. 42, 43 and 45; see also Patheon, supra at para. 114).

184 The Commission has held that it is entitled to intervene on public interest grounds in conduct that is technically in compliance with securities law requirements but that is inconsistent with the animating principles underlying those requirements or is abusive of investors or the capital markets. The Commission may find conduct to be abusive if a proposed transaction is artificial and defeats the reasonable expectations of investors or shareholders (Re Canadian Tire, supra; Re H.E.R.O., supra at p. 3776; Re Financial Models (2005), 28 OSCB 2184 and Patheon, supra at para. 116).

185 The Commission recognized in Re Canadian Tire that it should act to restrain a transaction that is clearly abusive of shareholders and of the capital markets, whether or not that transaction constitutes or involves a breach of Ontario securities law. The Commission's mandate under section 127 is not, however, to intervene in transactions under some rubric of ensuring fairness. To invoke its public interest jurisdiction, in the absence of

⁴¹ *Id.*, par. 301, 302, 304 et 306 à 308.

⁴² *Magna International Inc. et al (Re)*, 2010 ONSEC 14, par. 183-185.

a demonstrated breach of securities law or the animating principles underlying that law, a transaction must be demonstrated to be abusive of shareholders in particular, or of the capital markets in general. A showing of abuse is something different from, and must go beyond, a complaint of unfairness (See *Re Canadian Tire*, supra and *Re Canfor Corp.* (1995), 18 OSCB 475, 487). »⁴³

[Nos soulignements]

[68] De plus, la CVMO dans l'affaire *H.E.R.O. Industries Ltd. (Re)*⁴⁴ nous enseigne que bien que l'on soit en dehors du cadre réglementaire, une commission peut intervenir lorsqu'une conduite est abusive, notamment lorsqu'on tente d'utiliser une dispense de la réglementation à mauvais escient, dans l'objectif de contrer l'offre d'un rival alors que ce dernier ne peut y répondre par le même mécanisme. La CVMO conclut que la conduite était abusive et que les marchés pouvaient s'attendre à ce que des participants, comme celui impliqué dans cette affaire, adhèrent autant à la lettre qu'à l'esprit de la loi :

« One of the fundamental policy objectives underlying Part XIX is the equality of treatment of offerees by those who seek control through a take-over bid. Achievement of this policy objective is represented in Part XIX by a variety of specific rules, such as those in section 96 requiring identical consideration and prohibiting collateral benefits which have the effect of conferring upon one offeree a "consideration of greater value" than that offered to other offerees. [...]

To us, such a result appears to be manifestly (1) unfair to the public minority shareholders of H.E.R.O., who lose the opportunity to tender their shares to the Gordon bid at a substantial premium (all of which, correspondingly, ends up in the pockets of New Frontiers). The result is (2) also clearly unfair to Gordon, since the specific rules in Part XIX that are designed to ensure equality of treatment of offerees, as noted above, prevented it from making use of the private agreement exemption in the way that Middlefield did. It seems quite unfair that Middlefield should be able to use the exemption in clause 92(1)(c) to defeat the bid of its rival, Gordon, when Gordon could not respond in kind. Finally, Middlefield's conduct seems to us to be (3) clearly abusive of the integrity of the capital markets, which have every right to expect that market participants like Middlefield will adhere to both the letter and the spirit of the rules that are intended to guarantee equal treatment of offerees in the course of a take-over bid, no matter by whom the bid is made. »

[Nos soulignements]

⁴³ *Id.*

⁴⁴ *H.E.R.O. Industries Ltd. (Re)* (1990), 13 O.S.C.B. 3775, pp. 14 et 20.

[69] De plus, dans l'affaire *Biovail Corporation et al.*⁴⁵, la CVMO a statué qu'en certaines circonstances, même en l'absence d'un abus, une intervention peut s'imposer si une conduite est contraire aux principes fondamentaux qui sous-tendent la législation en valeurs mobilières :

« [382] In our view, where market conduct engages the animating principles of the Act, the Commission does not have to conclude that an abuse has occurred in order to exercise its public interest jurisdiction. [...]»

[Nos soulignements]

[70] Or, au-delà des principes généraux qui sous-tendent la législation en valeurs mobilières, il existe également des principes fondamentaux au soutien du régime législatif encadrant les offres d'acquisition et la sollicitation de procurations.

[71] Le régime des offres publiques d'achat est prévu au *Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat*⁴⁶ (« Règlement 62-104 ») et s'accompagne de l'*Instruction générale 62-203 relative aux offres publiques d'achat et de rachat*.

[72] L'Instruction 62-203 résume la façon dont les autorités canadiennes en valeurs mobilières interprètent et appliquent certaines dispositions du régime d'offres publiques. Les objectifs principaux suivants de l'encadrement des offres publiques d'achat y sont énoncés, à savoir :

- « - l'égalité de traitement des porteurs de titres de l'émetteur visé;
- la présentation d'information adéquate aux porteurs de titres de l'émetteur visé;
- la transparence et l'équité du déroulement de l'offre. »⁴⁷

[73] En regard de ces principes, la CVMO dans l'affaire *Patheon Inc. (Re)*⁴⁸ indique qu'elle peut intervenir dans l'intérêt public lorsque les règles du régime d'offres publiques d'achat sont respectées, mais que les principes fondamentaux à son soutien ne le sont pas :

« 105 In our view, the term “consideration” used in subsections 97(1) and 97.1(1) of the Act should be interpreted broadly in accordance with the regulatory objectives of the take-over bid regime contained in the Act. One of the principal animating objectives of that regime is the fair and equal treatment of public shareholders when a formal bid is made. That principle underlies and is the reason for many of the specific provisions of

⁴⁵ *Biovail Corporation et al.*, [2010 LNONOSC 729, par. 382.

⁴⁶ *Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat*, RLRQ, c. V.1.1, r. 35.

⁴⁷ *Instruction générale 62-203 relative aux offres publiques d'achat et de rachat*, rubrique 2.1 Généralités.

⁴⁸ *Patheon Inc. (Re)*, 2009 LNONOSC 589.

the Act applicable when a formal bid is made (see the commentary in paragraph 116 of these reasons).

116 There should be no doubt in the minds of market participants that the Commission will intervene in the public interest where the take-over bid rules have been complied with but the animating principles underlying those rules have not.

[...]

120 In our view, the issues raised by this matter directly engage the animating principles underlying our take-over bid regime. As discussed above, those principles focus on the fair and equal treatment of shareholders when a formal bid is made. We believe that the circumstances before us are quite different from those in *Re Canadian Tire Corp.* (1987), 10 O.S.C.B. 857 and other similar Commission decisions where it was clear that the relevant offer or transaction fully complied with the Act (or, in the case of *Sears*, was assumed to be in full compliance). Here, we have real concerns that subsections 97(1) and 97.1(1) of the Act may have been contravened, that public shareholders are not being treated fairly and equally in connection with the Offer and that there may not be sufficient time for public shareholders to consider the disclosure to be made to shareholders of the matters before us and of our decision. Those are all issues that, in our view, directly engage our public interest jurisdiction under section 127 of the Act. »⁴⁹

[Nos soulignements]

[74] Le Tribunal reconnaît que son rôle n'est pas d'évaluer les termes financiers ou l'opportunité offerte par une offre ou une autre et que ce choix revient ultimement aux actionnaires, tel que ce principe a été énoncé par différentes commissions de valeurs en matière d'offres publiques d'achat :

« The Commission has clearly stated in the past that it is not its role to assess the financial terms or desirability of a particular offer or transaction. That is the role of shareholders. [The] shareholders are capable of making the relevant choices. As stated by the Commission in *Canadian Jorex* [at 6]:

« we have every confidence that the shareholders of a target company will ultimately be quite able to decide for themselves, with the benefit of advice they receive from the target board and others, including their own advisers, whether or not to dispose of their shares and, if so, at what price and on what

⁴⁹ *Id.*, par. 116 et 120.

terms. And to us the public interest lies in allowing them to do just that. » »⁵⁰

« Canadian decisions in this field recognise that a fundamental right of ownership of shares is the right to sell the shares as the owner sees fit — a right not lightly to be thwarted. »⁵¹

[75] Cependant, cette liberté de choix des actionnaires s'arrête là où commence l'abus envers les marchés de capitaux en général.

[76] Relativement au régime de sollicitation des procurations dans le cadre d'une acquisition, il a été reconnu que les mêmes préoccupations s'appliquent que celles relatives à une offre publique d'achat eu égard à la protection des investisseurs :

« [36] When considering the exercise of its public interest jurisdiction, the Commission must have regard to "all of the facts, all of the policy consideration[s] at play, all of the underlying circumstances of the case, and all of the interests affected by the matter and the remedy sought" (Sterling Centrecorp, supra, at para. 212).

[37] Further, as stated in Patheon, the Commission's public interest jurisdiction "allows us to intervene in a take-over bid even if there is no breach of the Act, the regulations or any policy statement". [...]

[38] A proxy solicitation in connection with a merger or acquisition transaction raises the same investor protection issues as a take-over bid.

[...]

[59] Accordingly, the right of shareholders to revoke a proxy or other voting authority, such as the Support Agreements, in circumstances such as those before us, is fundamental to protecting the interests of those shareholders. In our view, the principles underlying the take-over bid and proxy solicitation provisions of the Act require that a shareholder be able to make an informed decision as to how to vote, and that a shareholder be able to change that decision, if the shareholder wishes to do so. The Support Agreements by their terms prevent a shareholder from choosing between competing proposals or transactions. Accordingly, in our view, the solicitation of the Support Agreements, and the terms of those agreements, undermine one of the animating principles of the Act.

[60] In our view, the solicitation of the Support Agreements in these circumstances, and the voting of the Subject Shares under those

⁵⁰ *Baffinland Iron Mines Corp. (Re)*, (2010) 33 OSCB 11385, par. 34.

⁵¹ *Afexa Life Science inc. (Re)*, 2011 ABASC 532, par. 36.

agreements, is contrary to the public interest and engages our public interest jurisdiction under section 127 of the Act. »⁵²

[Nos soulignements]

[77] En somme, l'ensemble de ces principes, de même que les objectifs qui sous-tendent le régime réglementaire balisant les offres publiques d'achat, sont considérés dans l'analyse des soussignées.

[78] Ils lui permettent notamment d'évaluer, dans l'intérêt public, les risques encourus par une offre d'achat restreinte qui se positionne tout juste en dessous du seuil prévu à la réglementation pour être qualifiée d'offre publique d'achat, alors que cette offre prévoit un mécanisme permettant d'exercer le contrôle sur un pourcentage de titres bien supérieur à ce seuil.

[79] Également, l'intervention du Tribunal dans l'intérêt public s'imposera lorsqu'une conduite, ou une transaction analysée dans sa globalité, est abusive envers les actionnaires et les marchés financiers en général, et ce, en prenant en considération tous les faits, l'ensemble des circonstances et des intérêts en jeu, de même que l'impact des ordonnances demandées.

Application des faits au droit

[80] Ainsi c'est dans ce contexte que les soussignées doivent apprécier s'il est dans l'intérêt public d'intervenir eu égard à l'offre proposée telle que structurée, conçue et diffusée dans le public et surtout si l'opération proposée est abusive et coercitive envers les investisseurs et eu égard à l'efficacité des marchés financiers.

Éléments considérés

[81] Afin de bien situer le débat, les soussignées énumèrent les éléments considérés pour l'appréciation de cette affaire.

[82] Dans un premier temps, les soussignées tiennent à préciser que leur analyse ne comporte aucune appréciation d'opportunité de l'offre de Mach, ni de l'arrangement d'Air Canada.

[83] En effet, l'analyse des soussignées porte sur la structure, la conception et la diffusion de l'offre de Mach en lien avec les préoccupations d'intérêt public, de protection des investisseurs et d'efficacité des marchés financiers.

[84] Dans un deuxième temps, il s'agit d'une offre sans précédent au Canada. Aucune des parties n'a pu soumettre au Tribunal de précédents semblables.

[85] Les offres restreintes sont une réalité des marchés financiers, mais celle de Mach est inusitée.

⁵² *GrowthWorks Canadian Funds Ltd. et al.*, 2011 ONSEC 17.

[86] Tout comme l'a fait la CVMO il y a longtemps dans la décision *Cablecasting*⁵³, lorsque confronté à un type de structure financière inusité, le Tribunal devrait être plus enclin à exercer sa compétence d'intérêt public.

[87] Le corpus législatif et réglementaire en place dans ce domaine est complexe. Il établit un équilibre qui favorise le fonctionnement efficient des marchés financiers.

[88] Ce corpus, en constante évolution, peut comporter une lacune ou un vide juridique justifiant ainsi le recours à la compétence d'intérêt public du Tribunal afin de contrer un abus possible.

[89] C'est la mission du Tribunal d'intervenir dans des situations non prévues par le législateur mais qui sont contraires à l'intérêt public.

[90] Conclure autrement ferait en sorte que toute nouveauté élaborée par les intervenants du marché ne pourrait jamais faire l'objet d'une intervention dans l'intérêt public.

[91] Dans un troisième temps, il est important de souligner que dans la présente affaire, certaines des préoccupations identifiées par les soussignées ne justifient, peut-être pas, à elles seules, l'intervention du Tribunal. C'est l'analyse de l'ensemble des préoccupations qui crée en soi une situation abusive.

[92] D'ailleurs, il a été noté dans l'affaire *Canadian Tire* que pris isolément certains éléments de l'offre n'étaient pas artificiels. Toutefois, en les considérant dans leur ensemble selon l'objectif recherché, le caractère artificiel de l'offre devenait apparent :

«Counsel for the Billeses argued that there is nothing artificial about bidding \$160.24 for 49% of the outstanding common shares of Tire. The offer is at a fixed price for a maximum number of shares. It in no way depends on a formula. There is real value of \$160.24 for the shares that will be tendered and taken up under the offer, and an assumed value, according to the best advice of the Billeses' financial advisors, of \$12.00 for their remaining common shares. Those are both real economic values, and there is no artificiality in the transaction.

Looked at in isolation, the contention of counsel for the Billeses is perfectly true. But looked at in the context of the evidence, of what the Billeses wanted to accomplish, of how the formula was arrived at and the transference of the formula from the Notice under the Aldamar agreement into the Billeses' Lock-up agreements and then the movement from there to a fixed price under the Offer that would accomplish exactly the same economic goal, their argument takes on a completely different colouration. ...

The evidence, and it is clearly the reality, is irrefutable that the transaction was structured to accommodate the desire of the Billeses to sell their

⁵³ *Cablecasting Limited (Re)*, [1978] O.S.C.B. 37.

entire control position without triggering the coattail. The Offer is so structured to accomplish that and, in that sense, may fairly be characterized as artificial, in that it appears on its face to be a bid for only 49% of the outstanding common shares at a fixed price. That is simply not the reality of the situation, and the Billeses recognized it, their professional advisors recognized it, their fiscal agents recognized it, the Dealers recognized it, their professional advisors recognized it, and their fiscal agents recognized it. And perhaps most importantly, the marketplace recognized it and hence, the intervention of the Class A shareholders in this case.

C. The Public Interest

In these circumstances, we have no hesitation in saying that this transaction is contrary to the public interest, as that term is used in section 123 of the Act. When the public market is sold some \$100 million of Class A non-voting shares consequent upon a reorganization that, among other things, provides takeover protection to those shares and the controlling shareholders, some three years later, devise a scheme in conjunction with those who wish to obtain control of the Corporation, to circumvent the coattail while, in effect, receiving the full price for their shares, regulatory intervention to stop an abusive transaction is called for. A transaction such as is proposed here is bound to have an effect on public confidence in the integrity of our capital markets and on public confidence in those who are the controllers of our major corporations. If abusive transactions such as the one in issue here, and this is as grossly abusive a transaction as the Commission has had before it in recent years, are allowed to proceed, confidence in our capital markets will inevitably suffer and individuals will be less willing to place funds in the equity markets. That can only have a deleterious effect on our capital markets and, in that sense, it is in the public interest that this Offer be cease traded along with the Billeses' tendering of their common shares to the Offer.»⁵⁴

[Nos soulignements]

[93] De plus, les soussignées reconnaissent qu'il est habituellement souhaitable pour un actionnaire d'être face à une pluralité d'offres et de favoriser sa liberté de choix. Cependant, encore faut-il que l'actionnaire dispose du temps nécessaire pour prendre une décision éclairée et que l'information qui est diffusée et transmise soit, non seulement complète, mais également cohérente, véridique et claire.

[94] Au surplus, et de l'avis des soussignées, plus le délai est court, plus contraignantes deviendront les exigences d'exhaustivité, de cohérence et de clarté eu égard à cette information.

⁵⁴ *Canadian Tire*, préc., note 33, pp. 86-88.

[95] Dans un quatrième temps, les soussignées ne se rendent pas à la prétention de Transat et d'Air Canada à l'effet que le Règlement 62-104 sur les offres publiques devrait s'appliquer en l'instance en raison du fait que l'offre est conçue de façon à permettre à Mach de mettre la main sur plus de 20 % des droits votes rattachés aux actions de catégorie B en circulation, malgré que seulement 19,9 % des titres ne pourront être conservés au terme de l'exercice.

[96] De l'avis des soussignées, cette offre vise moins de 20 % des titres de Transat et de ce fait, elle n'est pas sujette aux exigences du Règlement 62-104. Ceci ne veut pas pour autant dire que rien n'encadre les transactions en deçà du 20 %.

[97] En effet, malgré une absence de réglementation pour les offres de moins de 20 %, les principes de protection des investisseurs, des marchés et de l'intérêt public ayant donné lieu à la mise en place de la réglementation peuvent servir de guide dans l'interprétation du Tribunal.

[98] D'ailleurs, les autorités en valeurs mobilières canadiennes ont déjà abordé cette question en publiant ce qui suit en septembre 1999 au sujet des offres d'achat restreintes (en anglais *mini-tenders*), à savoir les *Lignes directrices du personnel quant aux offres d'achat restreintes - Avis 61-301 du personnel des autorités canadiennes en valeurs mobilières*⁵⁵ :

« Le personnel continuera de surveiller les offres d'achat restreintes et, s'il arrivait qu'elles soient faites d'une façon ou dans des circonstances pouvant nuire à l'intérêt du public, il recommandera aux membres des ACVM de prendre les mesures qui s'imposent, entre autres d'ordonner une interruption des opérations sur les titres visés ou de celles de l'initiateur d'une telle offre. »

[99] En effet, dans cet avis, le personnel des ACVM énonçait des préoccupations quant à un certain type d'offres d'achat restreinte qui étaient définies comme étant une offre visant « *beaucoup moins que 20% des actions* » et à un prix inférieur au marché. Les ACVM invitaient alors les investisseurs à agir avec une grande prudence devant une telle offre.

[100] Le personnel indiquait craindre qu'un investisseur se confonde sur la nature d'une telle offre qui ressemble beaucoup à une offre publique d'achat. Cette confusion pouvait être perçue comme un recours abusif aux marchés des capitaux. Le personnel suggérait donc que l'initiateur d'une telle offre fournisse un minimum d'informations aux porteurs sollicités, afin d'éviter que le porteur ne se méprenne sur la nature de l'offre.

[101] Lors de l'audience, Mach a représenté avoir respecté ces attentes dans la conception de son offre et qu'il s'agissait là des seules exigences qu'il devait respecter.

[102] Tel que déjà mentionné, il ne faut pas interpréter l'absence de réglementation ou d'avis sur un sujet comme empêchant qu'un enjeu d'intérêt public soit soulevé.

⁵⁵ Bulletin hebdomadaire : 1999-12-10, Vol. XXX n° 49.

[103] Finalement, il y a lieu de faire preuve d'une certaine retenue avant d'intervenir surtout s'il y a divulgation complète, véridique et claire. Par ailleurs, devant une situation qu'il estime clairement coercitive et abusive, il y a lieu pour le Tribunal d'intervenir.

[104] En effet, les considérations d'intérêt public et de protection qui sont au cœur du fondement de la réglementation des valeurs mobilières vont au-delà des considérations privées des parties impliquées à une telle offre.

[105] Ainsi, c'est sur la base de ces considérations que les soussignées ont procédé à leur analyse et ont identifié leurs préoccupations qu'elles classifient en différentes catégories.

Les délais

[106] Le vendredi 2 août 2019 à 15h l'annonce de l'offre a fait l'objet d'un communiqué de presse et par la suite à 17h53, l'offre d'achat et l'information relativement à celle-ci ont été déposées dans SEDAR.

[107] La période pour que les actionnaires déposent leurs actions en réponse à celle-ci se termine à 17 heures le 13 août 2019, ou à toute heure ou date antérieure ou ultérieure que pourra fixer Mach.

[108] Ainsi, les actionnaires québécois disposent d'un délai de 11 jours, dont 4 jours de week-end et 7 jours ouvrables, pour évaluer l'offre. Aucun délai supplémentaire n'est prévu dans l'éventualité où Mach décidait d'amender son offre.

[109] Durant cette période, les actionnaires doivent prendre connaissance de la documentation, obtenir des conseils juridiques ou financiers et prendre une décision éclairée à savoir s'ils déposent ou non leurs actions en vertu de cette offre. Ils doivent s'assurer que cette décision est exécutée à l'intérieur de ce délai.

[110] Les procureurs de Mach ont fait valoir au Tribunal qu'ils ne pouvaient faire autrement compte tenu que l'arrangement d'Air Canada a été annoncé publiquement que le 27 juin 2019 et que la date de l'assemblée sur cet arrangement est le 23 août à 10h. Ils sont également convaincus que l'information transmise est facile à comprendre et que cette information ne fait que s'ajouter à cet arrangement d'Air Canada dont ils ont connaissance depuis la fin juin.

[111] Ces contraintes ne peuvent être supportées par les actionnaires visés en grugeant sur le temps minimal qui leur est nécessaire pour être tous informés de l'offre et pour prendre une décision libre et éclairée.

[112] Le Règlement 62-104 revu en 2016 prévoit qu'un délai minimal de dépôt dans une offre publique d'achat est d'au moins 105 jours et de 35 jours dans certains cas. L'initiateur ne peut prendre livraison d'aucun titre déposé en réponse à l'offre publique avant l'expiration d'un délai de 35 jours à compter de la date de l'offre.

[113] Malgré que ce règlement ne s'applique pas en l'instance, les soussignées notent qu'il s'applique pour toute offre qui concerne plus de 20 % des titres d'un émetteur. En

ce sens, l'intention annoncée par le législateur est indicative ici du temps qui est habituellement requis pour un investisseur de prendre une décision libre et éclairée dans un contexte d'offre publique.

[114] Afin d'éclairer leur réflexion sur la question du délai, le Tribunal a également jeté un bref coup d'œil sur la réglementation américaine pour constater que cette dernière réglementait certaines offres restreintes, notamment celles portant sur 5 % et moins des titres d'un émetteur, et que dans le cadre de cette réglementation elle jugeait qu'un délai minimum de 20 jours était suffisant⁵⁶.

[115] Or, dans un contexte d'offre publique assujettie à la réglementation, la décision que doit prendre un actionnaire en réponse à une offre est exactement la même que doit prendre un actionnaire eu égard à l'offre de Mach, c'est-à-dire déposer ou non ses actions.

[116] Dans le présent cas, l'actionnaire doit dans son appréciation de la décision à prendre, non seulement examiner l'offre de Mach, mais également comprendre qu'il y a aussi par la même occasion sollicitation de procurations, cession de son droit à la dissidence, le tout en interaction avec l'arrangement d'Air Canada ce qui ajoute à la complexité.

[117] En choisissant de transmettre son offre à tous les actionnaires de catégorie B Mach s'adressait de plus, entre autres, à des actionnaires de détail, tel qu'elle le mentionne à ses notes et autorités⁵⁷.

[118] Dans de telles circonstances, ceci renforce la nécessité d'un délai adéquat pour permettre à de tels actionnaires de recevoir la documentation et de prendre une décision éclairée dans un environnement aussi complexe.

[119] De l'avis des soussignées et malgré qu'il n'y a aucun délai de prévu dans la Loi pour permettre à l'investisseur de prendre une décision éclairée, ceci ne peut écarter l'application du concept fondamental d'intérêt public prévu au droit des valeurs mobilières à l'effet que l'initiateur d'une offre doit permettre aux actionnaires de bénéficier d'un délai suffisant pour prendre une décision éclairée.

[120] Dans la présente offre, même si Mach donne l'opportunité à l'actionnaire de révoquer son dépôt par la suite, ceci ne peut constituer une raison valable pour octroyer un si court délai pour prendre sa décision.

[121] D'ailleurs, récemment dans l'affaire *Central GoldTrust (Trustees of) (Re)*⁵⁸, la CVMO a déterminé notamment que le délai était insuffisant pour permettre aux *unitholders* de prendre une décision éclairée. Dans l'exercice de sa juridiction d'intérêt public, elle a cependant ordonné des modifications à la divulgation et leur a accordé un

⁵⁶ Section 14(d) of the Securities Exchange Act of 1934, Regulation 14D.

⁵⁷ Notes et autorités de Mach, par. 73.

⁵⁸ *Central GoldTrust (Trustees of) (Re)*, 2015 LNONOSC 733.

délag supplémentaire de 15 jours additionnels pour prendre connaissance des documents :

« 54 Further, the Applicants submitted that the timing of the November 4th Variation did not allow adequate time for unitholders to receive the respective notices of variation in the mail, review and make a reasoned judgment concerning the changes or enough time to instruct their brokers to withdraw their units from the Sprott Bids [...]

65 The November 4th Variation did not contain adequate disclosure about the consequences to unitholders of the amendments made therein. It is not in the public interest that investors be required to make a choice whether or not to tender to the Sprott Bids without further disclosure. We are therefore exercising our public interest jurisdiction to require adequate disclosure if the Sprott Bids are to proceed. As a result, we issued the Order as set out in paragraph 6 of these reasons [...]

66 We also ordered that Sprott shall not exercise any rights in relation to the Letters of Transmittal before the expiration of 15 days from the date on which Sprott issues the notice(s) of change in information required by our Order [...]

67 In our view, an additional 15 days will provide investors with adequate time to review the new disclosure and make an informed decision whether they wish to tender to the Sprott Bids or exercise their withdrawal rights, as the case may be. »⁵⁹

[Nos soulignements]

[122] De plus, la CVMO dans l'affaire *Mithras Management Ltd. (Re)* a souligné que les dispositions en matière d'offres publiques d'achat visent à assurer le traitement équitable des actionnaires et à donner un temps raisonnable aux investisseurs pour considérer les termes d'une offre et leur fournir une information adéquate leur permettant de prendre une décision éclairée à savoir s'ils acceptent ou rejettent l'offre qui leur est présentée :

« In these circumstances, we have no hesitation in adopting the purposive principles of interpretation advanced by Staff Counsel. It should be clear to all that the underlying purpose of Part XIX of the Act is the protection of the integrity of the capital markets in which take-over bids are made, and in particular the protection of investors who are solicited in the course of a take-over bid. Those purposes are carried out through provisions which, among other things, attempt to ensure that equal treatment is accorded to all offerees in a bid, that offerees have a reasonable time within which to consider the terms of a bid, and that

⁵⁹ *Id.*

adequate information is available to offerees to allow them to make a reasoned decision as to whether to accept or reject a bid. These provisions exist to protect investors, of course, but their over-arching purpose is the protection of the integrity of the capital markets in which those investors have placed their money -- and their trust. »⁶⁰

[Nos soulignements]

[123] De l'avis des soussignées, le délai de l'offre de Mach est coercitif en ce qu'il est trop court et force l'actionnaire à agir rapidement de crainte de perdre notamment une « occasion » qu'on lui présente dans certains documents comme étant une « valeur sûre » et une prime considérable par rapport à la transaction concurrente.

[124] Il met, sur le dos de l'actionnaire, une pression d'agir rapidement de crainte de ne perdre quelque chose. Alors que de l'autre côté, Mach se garde plusieurs portes de sortie et se réserve le droit d'utiliser tout de même les droits de vote et de ne pas prendre livraison des actions après avoir exercé ces droits le cas échéant.

[125] Il s'agit de l'avis des soussignées d'une pratique qui ne peut, dans l'intérêt public, être tolérée. Ce délai est également abusif et coercitif eu égard aux importants intérêts en jeu.

[126] Dans les circonstances, les soussignées considèrent que le délai de 11 jours qui est accordé aux actionnaires par Mach pour déposer est insuffisant pour permettre une prise de décision libre et éclairée.

Structure de l'offre

o En général

[127] Une analyse de la structure de l'offre révèle que Mach pourra obtenir des droits de vote, droits à la dissidence et droits à des distributions rattachés à plus de 19,5 % des actions de Transat, droits qu'elle pourra exercer avant et pendant l'assemblée fixée au 23 août à 10 heures. En fait, elle pourrait même aller recueillir 100 % des votes des actions de catégorie B, mais ultimement elle ne paiera que 19,5 % des titres rattachés à ces votes.

[128] Par le mécanisme des différentes conditions à l'entière discrétion de Mach, cette dernière pourrait également se retrouver à ne payer aucune de ces actions, tout en ayant exercé les droits de vote rattachés. Ce mécanisme crée un effet de levier potentiel sur le contrôle de la cible visée par l'offre.

[129] À la face même des documents d'offre et des documents l'accompagnant, Mach énonce clairement que le but premier de l'offre est de faire rejeter l'arrangement lors du vote le 23 août 2019.

⁶⁰ *Mithras Management Ltd. (Re)*, (1990), 13 O.S.C.B. 1600, p. 17.

[130] Cette offre est structurée de manière à éviter l'application des dispositions législatives applicables aux offres publiques en ne visant que 19,5 % des titres, ce qui prive par la même occasion les actionnaires des protections prévues à cette réglementation.

[131] Mais au-delà de cet évitement, cette offre permet de recueillir avant le 13 août jusqu'à 100 % des droits de vote des actionnaires de catégorie B éligibles à voter sur l'arrangement d'Air Canada le 23 août au matin, et ce, même si à l'expiration de l'offre restreinte le 23 août à 17 heures, elle ne prenait livraison et ne réglait qu'un maximum de 19,5 % des actions, retournant les actions excédentaires à leurs propriétaires. Pire encore, elle pourrait à sa discrétion ne prendre livraison d'aucune action si l'une des conditions se matérialisait.

[132] D'ailleurs et en raison de la procédure intentée par Transat devant le Tribunal, Mach est déjà dans une position où elle peut invoquer la réalisation d'une condition à son offre. Selon le libellé de son offre, Mach peut à tout moment invoquer une condition réalisée pour retirer son offre, quelles que soient les circonstances à son origine.

[133] En contrepartie de son adhésion à l'offre, Mach représente à l'actionnaire la possibilité de recevoir 14 \$ l'action. Ceci sera déterminé après le vote sur l'arrangement. Si le nombre d'actions déposées excède 19,5 % et que les conditions de l'offre sont respectées, les actions seront achetées au prorata. Le tout payable dans un court délai après la clôture de l'offre.

[134] De plus, en raison de la structure de l'offre, la contrepartie offerte aux actionnaires est incertaine jusqu'à ce qu'il soit informé par le communiqué de Mach du nombre d'actions déposées et s'ils recevront 14 \$ ou bien s'ils seront dilués en raison des contributions excédentaires au 19,5 %.

[135] Or, sans savoir ce qu'ils recevront pour leurs actions, tous les actionnaires qui auront déposé leurs actions risquent de voir leurs droits de vote et leurs droits à la dissidence être exercés par le fondé de pouvoir de Mach.

[136] Malgré que Mach indique qu'en tout temps un actionnaire peut révoquer le dépôt de ses actions selon une procédure simple, il n'en demeure pas moins que Mach peut se retrouver dans une situation où elle exerce les droits de vote d'un pourcentage d'actionnaire bien plus élevé que celui de 19,5 % pour lesquels elle s'est engagée à payer, et ce, pour détruire une offre concurrente engagée dans le respect des règles prévues au Règlement 62-104 et comportant les garanties prévues à ces règles.

[137] De plus, Mach pourrait également exercer les droits de vote et de dissidence rattachés aux actions déposées, même si ultimement il décide de retirer unilatéralement l'offre, s'il estime qu'une condition n'a pas été respectée⁶¹.

⁶¹ Pièce P-3, préc., note 10, p. 2, par. 6.

[138] En ce qui a trait aux conditions qui assortissent cette offre, plusieurs d'entre elles sont tellement larges qu'elles deviennent dans les faits, purement potestatives relevant de l'entière discrétion de Mach.

[139] La bonne foi doit se présumer. Il n'en demeure pas moins que les conditions font en sorte que légalement Mach peut ultimement se retirer à son gré de cette offre, et ce, même après avoir exercé les droits de vote pour faire avorter l'arrangement.

[140] Au surplus et selon les conditions de l'offre, Mach se réserve un vaste droit de modifier l'offre restreinte à tout moment et même de la prolonger sans permettre aux actionnaires de bénéficier de délais pour réagir.

- **Droit à la dissidence**

[141] Selon les modalités de l'offre, l'actionnaire qui dépose ses actions cède à Mach son droit à la dissidence prévu à l'arrangement. Or, selon la circulaire de l'offre d'Air Canada, ce droit doit être exercé avant le 21 août.

[142] Cette cession du droit à la dissidence est importante pour Mach en lien avec son objectif avoué de faire tomber la transaction d'Air Canada puisque l'arrangement prévoit expressément qu'Air Canada peut le résilier si des droits à la dissidence ont été exercés valablement au-delà de 10 % des actions.

[143] Or, pour ces actionnaires ayant déposé et avant même de savoir s'ils seront achetés ou non en vertu de l'offre, Mach pourrait exercer les droits à la dissidence de ces actionnaires ce qui peut entraîner des conséquences irrémédiables. En fait l'exercice ou le non-exercice de ce droit crée une conséquence pour cet actionnaire.

- **Conclusions sur la structure**

[144] De l'avis des soussignées et malgré que l'offre de Mach est une offre restreinte ne visant que 19,5 % des titres de Transat que ceci est permis par la législation et non encadré par les exigences du Règlement 62-104, il n'en demeure pas moins que cette offre permet accessoirement à Mach d'obtenir un pourcentage beaucoup plus important de votes contre l'arrangement de son concurrent sans pour autant offrir à ces porteurs les mêmes garanties auxquelles ils auraient eu droit si l'offre avait porté sur le réel pourcentage de titres qu'il contrôlera au moment du vote.

[145] Par la suite, il devra retourner ces titres sans payer la prime promise pour tout ce qui dépassera le 19,5 %. Il se laisse de plus la discrétion de ne prendre livraison d'aucune des actions dont il a exercé les droits de vote, si l'une des conditions de la rubrique 5 est satisfaite.

[146] Par sa condition minimale de dépôt, si les actions déposées sont en dessous du seuil de 19,5 %, il peut retirer son offre et ne prendre livraison d'aucune action.

[147] En audience, Mach a mentionné qu'il pourrait renoncer à la condition minimale de dépôt.

[148] Cette structure met une pression induite sur l'actionnaire qui se trouve à devoir choisir entre deux offres dont une avec un prix incertain et une livraison incertaine, alors qu'on a exercé les droits de vote associés, et l'autre avec un prix certain, mais qui est à risque de se voir écarté par l'autre offre. Ce processus est opaque et manque de transparence envers l'actionnaire.

[149] Au surplus, l'utilisation de l'offre restreinte pour parvenir à ces fins est inéquitable pour les actionnaires qui ne peuvent y participer, puisque l'offre s'adresse aux seuls actionnaires de catégorie B ayant des droits de vote pour la prochaine assemblée extraordinaire.

[150] Selon cette structure, plus il y a de porteurs qui participent à l'offre restreinte au-delà du seuil de 19,5 %, moins avantageuse est l'offre pour ces actionnaires et plus il y a de chances que l'arrangement avorte.

[151] En fait, dans une telle situation, la seule personne qui en bénéficie c'est l'offrant qui a plus de votes pour faire échouer l'arrangement, alors qu'il pourrait ne payer que proportionnellement les actions votées ou se retirer complètement de son offre après le vote et ne prendre livraison d'aucune des actions.

[152] Dans la décision de la CVMO *Ivanhoé III* eu égard aux offres restreintes coercitives, cette dernière mentionne ce qui suit :

« Analysis of Issues

... The Bid would have given Ivanhoe control of Cambridge, but leaving outstanding a very large minority position. The Bid was made at a price below the value range for the Shares established by Morgan Stanley in its valuation report.

In its directors' circular, the Cambridge board made the following statement.

"The Offer is "partial bid". A partial bid structure is inherently coercive because it forces shareholders to make a decision as to whether to accept an offer (and in respect of how many shares), reject such offer, sell into the market or maintain their position without knowing whether and to what extent other shareholders will accept such offer and without knowing the price at which the shares will settle after such offer. A shareholder may feel compelled to deposit to a takeover bid which the shareholder considers inadequate, out of a concern that in failing to do so, the shareholder may be left with illiquid or minority discounted shares. Information about tender and post-bid trading price is obviously material to a shareholder's investment decision since the extent to which any one shareholder can have its shares purchased at the Offer price, as opposed to sold in the market at the post-bid settled price, depends on the extent to which other shareholders tender their Common Shares to the Offer."

In general, we agree with this statement.

In our view, the Bid was coercive since it put pressure on minority shareholders to dispose of whatever shares they could before being locked into a minority position. There was no assurance whatsoever that Ivanhoe would ever bid for the remaining minority shares.

The evidence was that, because of the already large institutional shareholdings in Cambridge, the market for Shares was a relatively illiquid one. In our view, if the Bid is successful, the market for the shares will likely become an even less liquid one.

Accordingly, what the Commission described in Regal (see below) as the "fear factor" was in our view likely to exist. »⁶²

[Nos soulignements]

[153] De l'avis des soussignées, l'offre qui s'adresse aux actionnaires détenant un droit de vote au plan d'arrangement est conçue de manière à ne créer des obligations fermes que pour les actionnaires et est très peu contraignante pour l'offrant, qui peut à son entière discrétion en modifier tous les paramètres essentiels.

[154] L'offre prévoit même qu'à compter du moment où les actions sont déposées, l'actionnaire exonère Mach de toutes responsabilités :

« libère et exonère ... à jamais, irrévocablement et inconditionnellement, Mach et Groupe Mach Inc. ...à l'égard de l'ensemble des actions, des causes d'action, des poursuites, des réclamations et des demandes de quelque nature que ce soit, actuellement connues ou inconnues, que l'actionnaire déposant a eu, a présentement ou pourrait avoir ultérieurement contre ces entités et personnes, ou certaines d'entre elles, pour quelque raison et de quelque façon que ce soit, et quel que soit la cause, l'objet ou le motif, se rapportant ou relativement au fait que le soussigné a détenu des actions, des titres convertibles ou d'autres titres de Transat. ».

[Nos soulignements]

[155] En fait, seule la bonne foi de l'offrant peut garantir le succès de l'opération. Ici cette bonne foi a été soulignée par les procureurs de Mach, et ce, à plusieurs reprises lors de l'audition.

[156] D'ailleurs, lors de l'audition, il a voulu rassurer le Tribunal sur sa capacité à financer son offre par le dépôt d'une pièce à cet effet. Cette pièce ne portait pas directement sur la capacité financière de Mach.

⁶² *Ivanhoe III Inc. (Re)*, 1999 LNONOSC 84.

[157] Or, de l'avis des soussignées, si une preuve de financement devait être faite, elle concernerait plutôt les actionnaires visés par son offre.

[158] Malgré que tout ceci soit divulgué à l'information transmise aux porteurs et que techniquement les dispositions de la loi ne sont pas enfreintes, à notre avis, le déséquilibre est tel que l'ensemble de l'œuvre crée une situation que le Tribunal considère abusive eu égard aux actionnaires et au bon fonctionnement des marchés des capitaux.

[159] De l'avis des soussignées, une telle façon de faire constitue un précédent dangereux dans le domaine des valeurs mobilières dans la façon de s'opposer à une offre publique d'achat, ou un plan d'arrangement, et ce, au détriment des actionnaires et de la confiance du public envers les marchés financiers.

[160] À la face même des documents d'offre, Mach énonce clairement que le but premier de l'offre est de faire rejeter l'arrangement lors du vote le 23 août 2019. Au surplus, Mach présente aux actionnaires ce qu'il appelle une prime soit un montant de 14 \$ par action qui constitue en quelque sorte un appât pour lui permettre d'arriver à ses fins⁶³.

[161] De l'avis des soussignées et malgré qu'aucune disposition spécifique de la réglementation n'empêche ce genre de structure, cette dernière composée de divers éléments tous attachés ensemble et interreliés interpelle des enjeux d'intérêt public qui doivent être adressés par les décideurs dont le Tribunal.

Divulgation

[162] Dans le cadre de son analyse, les soussignées ont eu à examiner la divulgation de l'offre par Mach dans les divers documents diffusés publiquement et communiqués à ses actionnaires; notamment l'offre restreinte⁶⁴, la lettre d'envoi⁶⁵ et le communiqué de presse.

[163] Tel que mentionné précédemment⁶⁶ par les soussignées, dans le cadre d'une offre publique, il est important que l'information diffusée et transmise soit, non seulement complète, mais également cohérente, véridique et claire. Au surplus, et de l'avis des soussignées, plus le délai est court plus contraignantes deviendront les exigences d'exhaustivité, de cohérence et de clarté eu égard à cette information.

[164] En matière de valeurs mobilières il est bien reconnu que l'information diffusée dans le cadre d'opérations sur valeurs doit être précise et être de nature à ne pas induire en erreur. À ce sujet, l'arrêt *Biovail* de la CVMO statuait ainsi :

« [379] Information that is publicly disclosed must be accurate and not misleading or untrue in order to accomplish the goals of our securities

⁶³ H.E.R.O., préc., note 44.

⁶⁴ Pièce P-3, préc., note 10.

⁶⁵ Pièce P-4.

⁶⁶ *Supra*, par. [93].

regulatory regime to protect investors from unfair or improper practices and to foster fair and efficient capital markets and confidence in those markets (*Re Rex Diamond, supra*, at para. 205).

The Commission concluded in *Re Standard Trustco* that the issue of a misleading news release is itself injurious to capital markets.⁶⁷ »

[165] Dans l'affaire *GrowthWorks Canadian Funds Ltd. et al.*⁶⁸, la CVMO a conclu que GrowthWorks ne devrait pas avoir le droit d'exercer les droits de vote rattachés aux actions parce que i) le droit a été obtenu sur la base des informations contenues dans la circulaire qui peuvent ne pas être suffisantes à ce stade du processus pour permettre aux actionnaires de VenGrowth de prendre une décision en connaissance de cause, et ii) les droits de vote ont été obtenus dans le cadre d'une sollicitation portant atteinte au principe fondamental de la Loi relatif aux offres publiques d'achat et aux procurations visant à la protection des actionnaires.

[166] Dans ces circonstances, la CVMO a conclu que GrowthWorks ne devrait pas être autorisée à exercer les droits de vote rattachés aux actions en question et, à influencer ou à déterminer l'issue du vote des actionnaires de VenGrowth⁶⁹.

[167] Dans la présente situation où le délai d'acceptation de l'offre est très court⁷⁰, le communiqué de presse qui annonce l'offre au public revêt une importance particulière et constitue le premier document à être diffusé dans le cadre de l'offre de Mach⁷¹.

[168] Au moment de la publication du communiqué de presse, le vendredi 2 août à 15h00, Mach savait que les délais de son offre étaient très courts pour les dépôts des actions par les actionnaires.

[169] Or, le titre de ce communiqué est le suivant :

« Mach annonce le dépôt d'une offre d'achat de 14\$ visant les actions à droit de vote de catégorie B de Transat »

[170] Ensuite le communiqué poursuit en indiquant que l'offre vise au moins 6 900 000 actions à droit de vote représentant environ 19,5 % des actions de la catégorie B.

[171] Dans le communiqué de presse, sous la rubrique « *Raisons d'accepter l'offre* », on y ajoute que l'offre « *procure une liquidité à court terme* » et que si les conditions sont remplies ou font l'objet d'une renonciation « *les porteurs des actions déposées recevront le prix d'achat dans les trois jours ouvrables suivant le 23 août 2019* »⁷².

[172] Ensuite, la publication de ce communiqué a été suivie 2h53 plus tard du dépôt des documents d'offre sur SEDAR.

⁶⁷ Préc., note 45.

⁶⁸ *GrowthWorks Canadian Funds Ltd. et al.*, 2011 ONSC 17.

⁶⁹ *Id.*, par. 67.

⁷⁰ *Id.*, par. 95.

⁷¹ Pièce P-1, préc., note 1.

⁷² Pièce P-1, préc., note 1.

[173] Dans l'offre déposée sur SEDAR, Mach déclare que son offre :

« a pour but de permettre à Mach d'exercer les droits de vote rattachés aux actions déposées contre l'arrangement proposé et d'offrir aux porteurs de ces actions un prix d'achat en espèces qui comporte une prime considérable au plus tard trois jours ouvrables après le 23 août 2019, sous réserve des modalités de l'offre. »⁷³.

[Nos soulignements]

[174] Mach déclare aussi que :

« l'initiateur offre aux actionnaires l'occasion de réaliser une valeur sûre et de recevoir des liquidités à une prime en espèces considérable dans les trois jours ouvrables suivant la date d'expiration du 23 août 2019, sous réserve des modalités et des conditions de l'offre. »⁷⁴

[Nos soulignements]

[175] Or, étant donné que l'offre de Mach s'adresse à l'ensemble des actionnaires de catégorie B de Transat inscrits sur les registres avant le 17 juillet 2019, il est possible que le seuil de 19,5 % soit dépassé, et qu'une redistribution des actions au prorata soit effectuée et, en conséquence, cette prime ne pourra être versée aux actionnaires que sur une partie limitée des actions qu'ils auront déposées⁷⁵.

[176] La lettre d'envoi jointe à l'offre prévoit que le porteur « constitue et nomme irrévocablement, à compter du moment où ses actions sont déposées, chaque administrateur et chaque dirigeant de [Mach] ... comme son mandataire et fondé de pouvoir véritable et légitime à l'égard des actions déposées ».

[177] Cette lettre d'envoi qualifie à deux occasions la procuration comme étant irrévocable, sous réserve des conditions indiquées dans l'offre et une fois sous aucune réserve.

[178] Elle prévoit une reconnaissance par l'actionnaire qui la signe qu'« *aucun pouvoir ultérieur, que ce soit en qualité de mandataire, de représentant, de fondé de pouvoir ou autre, ne sera accordé relativement aux actions déposées* »⁷⁶.

[179] Or, la circulaire de Mach et l'offre restreinte indiquent que les procurations peuvent être révoquées, en téléphonant ou en envoyant un avis de révocation⁷⁷, ce qui est contraire à lettre qui l'accompagne.

[180] Ainsi, la documentation de Mach est susceptible d'être source de confusion quant à la révocabilité pour les actionnaires qui sont pressés par les délais très courts qui leur sont consentis pour prendre une décision.

⁷³ *Id.*, p. 3.

⁷⁴ Pièce P-3, préc., note 10, p. 8.

⁷⁵ *Id.*, p. 7.

⁷⁶ Pièce P-4, Lettre d'envoi, p. 4 et 5.

⁷⁷ Pièce P-2, Circulaire de Mach, p. 6 et 8 et Pièce P-3, préc., note 10, p. 17, art. 4.

[181] Ces imprécisions de la divulgation peuvent sembler anodines, mais dans un contexte d'offre soumise au public dans des délais aussi serrés que dans la présente instance, elles sont à risque d'induire en erreur un actionnaire à la recherche d'un rendement certain, et ce, alors que la prime présentée comme une valeur sûre n'est pas si certaine que cela. Ceci contribue au caractère abusif de l'offre.

Conclusion

[182] À la lumière de ce qui précède, les soussignées considèrent que l'offre de Mach telle que structurée, conçue et diffusée aux actionnaires et aux marchés des capitaux constitue une offre abusive contraire à l'intérêt public eu égard aux points de préoccupation que nous avons exprimés.

[183] En l'espèce, les courts délais pour permettre la prise de décision éclairée, la structure de l'offre considérée dans son ensemble et le manque de clarté de sa divulgation, font en sorte que l'offre est abusive et coercitive envers les actionnaires et les marchés financiers.

Question 2 : Si tel est le cas, le Tribunal doit-il prononcer les interdictions demandées ?

[184] Transat demande au Tribunal d'émettre les ordonnances suivantes en vertu de l'article 265 de la LVM :

« **INTERDISANT** toute opération sur valeurs à l'égard de l'offre d'achat de Groupe Mach Acquisition Inc. visant 6 900 000 actions à droit de vote de catégorie B de Transat A.T. inc. en date du 2 août 2019 (« l'Offre d'achat »).

INTERDISANT toute opération sur les valeurs de Transat par Groupe Mach Acquisition Inc. ou Groupe Mach Inc.

INTERDISANT à Groupe Mach Acquisition Inc. et Groupe Mach Inc., par le truchement d'un administrateur ou dirigeant de l'une ou l'autre des entités, d'utiliser les procurations et mandats obtenus de tout actionnaire de Transat T.A. Inc. ayant déposé ses actions en réponse à l'Offre d'achat. »

[185] L'Autorité appuie la première et la troisième conclusion de cette demande.

[186] Les soussignées estiment que dans les circonstances et vu les courts délais entre l'offre, le délai de réponse, la présente décision et l'assemblée extraordinaire imminente, aucune autre mesure n'aurait pu être prise pour permettre de corriger l'abus constaté. D'ailleurs, aucune autre proposition pouvant répondre aux préoccupations n'a été offerte au Tribunal.

[187] Le Tribunal n'était pas dans une position où il aurait pu ordonner la modification à la divulgation ou aux conditions de l'offre, car les actionnaires n'auraient pas pu en prendre connaissance dans un délai raisonnable leur permettant de prendre une décision éclairée d'ici à la date butoir du 13 août pour les dépôts à l'offre de Mach et à

la date de l'assemblée extraordinaire du 23 août 2019 pour les votes sur le plan d'Air Canada.

[188] De plus, bien que l'interdiction d'opérations en lien avec une offre d'achat constitue une mesure ayant une grande portée pour la personne visée, il n'en demeure pas moins que devant un abus clair des marchés des capitaux une intervention rapide et efficace doit s'imposer pour empêcher un tel abus.

[189] Par ailleurs, malgré que la mesure ordonnée ait pour conséquence de retirer une offre du marché, dans un contexte où un abus est constaté, le bon fonctionnement des marchés des capitaux l'emporte largement sur les intérêts particuliers des investisseurs qui pourraient souhaiter profiter de cette offre⁷⁸. Une telle offre nuit à l'efficacité des marchés et les discrédite. Le Tribunal n'a d'autres choix que d'intervenir pour mettre un terme à un tel abus.

[190] Relativement à la deuxième conclusion proposée par Transat, la procureure de cette dernière a indiqué en audience qu'il s'agissait d'une conclusion alternative à la première. Les soussignées ne jugent pas adéquat d'émettre une telle interdiction, la première conclusion étant suffisante pour atteindre l'objectif souhaité.

[191] Dans les circonstances, considérant que les soussignées ont conclu à abus clair et vu son impact sur les marchés des capitaux, il est justifié dans l'intérêt public d'interdire les opérations en lien avec l'offre de Mach.

[192] Dans un contexte où les sollicitations de procurations soulèvent les mêmes enjeux que ceux relatifs aux offres d'achat⁷⁹, il convient également d'interdire à Mach de bénéficier des procurations obtenues suivant cette offre, afin de l'empêcher d'exercer les droits de vote obtenus dans des conditions qui portent atteinte au bon fonctionnement des marchés des capitaux.

[193] La présente ordonnance à l'égard des procurations ne vise que celles reçues par Mach suivant le dépôt des actions en réponse à son offre. Notre ordonnance ne vise aucunement les autres procurations obtenues par Mach hors du cadre de son offre d'achat restreinte.

Publication de la décision

[194] Considérant les obligations d'information continue de Transat à titre d'émetteur assujéti et le fait que ses actions se transigent actuellement sur la Bourse de Toronto, il convient de prévoir que la publication de la présente décision suivra la diffusion du communiqué de presse de Transat.

[195] Par conséquent, il convient d'émettre une interdiction de publication de la présente décision jusqu'à ce que le communiqué de presse de Transat soit diffusé,

⁷⁸ Préc., note 25.

⁷⁹ *GrowthWorks Canadian Funds Ltd. et al.*, préc., note 68.

étant entendu qu'il sera émis rapidement par cette dernière avant l'ouverture des marchés le 12 août 2019.

DISPOSITIF

Le Tribunal administratif des marchés financiers en vertu des articles 93, 115.8 et 115.13 de la *Loi sur l'encadrement du secteur financier*⁸⁰ et 265 de la *Loi sur les valeurs mobilières*⁸¹ :

ACCUEILLE partiellement la demande de Transat A.T. inc.;

INTERDIT toute opération sur valeurs à l'égard de l'offre d'achat de Groupe Mach Acquisition Inc. visant 6 900 000 actions à droit de vote de catégorie B de Transat A.T. inc. en date du 2 août 2019 (« l'offre d'achat »);

INTERDIT à Groupe Mach Acquisition Inc. et Groupe Mach Inc., par le truchement d'un administrateur ou dirigeant de l'une ou l'autre des entités, d'utiliser les procurations et mandats obtenus de tout actionnaire de Transat T.A. Inc. ayant déposé ses actions en réponse à l'offre d'achat;

ORDONNE la non-publication, non-diffusion et non-divulgence de la présente décision jusqu'à la publication d'un communiqué de presse émis par Transat A.T. inc., étant entendu qu'il sera émis rapidement par cette dernière avant l'ouverture des marchés le 12 août 2019.

M^e Lise Girard, juge administratif

M^e Elyse Turgeon, juge administratif

⁸⁰ RLRQ, c. E-6.1.

⁸¹ RLRQ, c. V-1.1.

OPINION DISSIDENTE DE M^E JEAN-PIERRE CRISTEL

APERÇU**Les parties et le Tribunal**

[1] Transat A.T. inc. (« Transat ») est une importante entreprise de tourisme international spécialisée dans le voyage vacances. Son siège est situé à Montréal et ses actions à droit de vote variable de catégorie A ainsi que ses actions à droit de vote de catégorie B sont transigées à la Bourse de Toronto sous le symbole TRZ. Transat est un émetteur assujéti à la *Loi sur les valeurs mobilières*⁸².

[2] Groupe Mach inc. est une société privée et un important promoteur et propriétaire immobilier au Québec.

[3] Groupe Mach Acquisition inc. (« Mach ») est une société de portefeuille qui investit dans plusieurs secteurs. Mach est une filiale en propriété exclusive de Groupe Mach inc.

[4] Air Canada est le plus important transporteur aérien canadien. Son siège est situé à Montréal et ses actions sont transigées à la Bourse de Toronto sous le symbole AC. Air Canada est un émetteur assujéti à la *Loi sur les valeurs mobilières*.

[5] L'Autorité des marchés financiers (« l'Autorité ») est l'organisme responsable de l'application de la *Loi sur les valeurs mobilières*. L'Autorité exerce les fonctions et pouvoirs qui sont prévus à l'article 7 de la *Loi sur l'encadrement du secteur financier*⁸³, et ce, de la manière prévue à l'article 8 de cette loi.

[6] Le Tribunal administratif des marchés financiers (« Tribunal ») est institué par l'article 92 de la *Loi sur l'encadrement du secteur financier*. Le Tribunal a pour fonction de statuer sur les affaires formées notamment en vertu de la *Loi sur les valeurs mobilières*. Le Tribunal exerce la discrétion qui lui est conférée en fonction de l'intérêt public.

Nature de la demande

[7] Dans la présente affaire, le Tribunal est saisi d'une demande de Transat visant à obtenir, de manière urgente, le prononcé d'ordonnances d'interdiction en lien avec une offre d'achat restreinte conditionnelle de Mach, lancée le 2 août 2019, visant l'acquisition de 6 900 000 actions à droit de vote de catégorie B de Transat (« Offre de Mach»), soit environ 19,5 % des actions émises et en circulation, au prix de 14 \$ en

⁸² RLRQ, c. V-1.1.

⁸³ RLRQ, c. E-6.1.

espèces par action. Selon les termes de l'Offre de Mach, les porteurs des actions de catégorie B de Transat ont jusqu'à 17h (heure de Montréal) le 13 août 2019 pour déposer leurs actions.

[8] L'Offre de Mach fait suite à une convention d'arrangement définitive conclue entre Transat et Air Canada (« Arrangement »), le 27 juin 2019, prévoyant une offre publique d'achat conditionnelle (« OPA d'Air Canada ») visant l'acquisition de toutes les actions émises et en circulation de Transat au prix de 13 \$ en espèces par action. Une assemblée extraordinaire des actionnaires de Transat est fixée à 10 h (heure de Montréal) le 23 août 2019 aux fins de voter sur l'Arrangement.

Position des parties

Transat (demanderesse)

[9] Transat allègue que l'Offre de Mach est « hautement abusive, trompeuse et coercitive » et consiste en un « stratagème » dont l'objectif est de contrer l'Arrangement convenu entre Transat et Air Canada et ainsi faire échouer l'OPA d'Air Canada sur Transat.

[10] Transat allègue que l'Offre de Mach porte préjudice aux actionnaires de Transat qui, entre le 2 août 2019 (date de son lancement) et le 13 août 2019 (date limite prévue pour le dépôt des actions), ne disposent que de 11 jours calendaires, soit six jours ouvrables pour l'évaluer.

[11] Transat souligne que l'Offre de Mach, contrairement à l'OPA d'Air Canada, ne vise pas l'acquisition de 100% des actions de Transat mais d'un maximum de 19.9 % des actions de catégorie B de Transat.

[12] Transat indique que l'Offre de Mach vise aussi à obtenir les droits reliés à toutes les actions de Transat qui seront déposées, notamment le droit d'exercer leurs votes lors de l'assemblée extraordinaire des actionnaires de Transat qui est prévue le 23 août 2019. Or, Transat souligne que le nombre d'actions déposées dans le cadre de l'Offre de Mach pourrait être supérieur à 19.9 % de toutes les actions de Transat et que, par conséquent, Mach pourrait exercer les droits reliés à un nombre d'actions supérieur à 19.9% ce qui est, à son avis, abusif.

[13] Transat affirme que l'Offre de Mach n'offre aucune garantie ou certitude que Mach achètera même une seule action de Transat déposée selon les termes de son offre d'achat et que, par conséquent, Mach pourrait potentiellement obtenir gratuitement les droits reliés aux actions déposées.

[14] Transat plaide qu'afin de maintenir la confiance des investisseurs et l'intégrité du marché, il est dans l'intérêt public que le Tribunal exerce d'urgence son pouvoir discrétionnaire, en vertu de l'article 265 de la *Loi sur les valeurs mobilières* et de l'article 93 de la *Loi sur l'encadrement du secteur financier*, et qu'il prononce les ordonnances suivants :

- Interdire toute opération sur valeurs à l'égard de l'Offre d'achat de Groupe Mach Acquisition inc visant 6 900 000 actions à droit de vote de catégorie B de Transat A.T. inc. en date du 2 août 2019;
- Interdire toute opération sur les valeurs de Transat A.T. inc. par Groupe Mach Acquisition inc. ou Groupe Mach inc.;
- Interdire à Groupe Mach Acquisition inc. et Groupe Mach inc., par le truchement d'un administrateur ou dirigeant de l'une ou l'autre de ces entités, d'utiliser les procurations et mandats obtenus de tout actionnaire de Transat A.T. inc. ayant déposé ses actions en réponse à l'Offre d'achat de Groupe Mach Acquisition inc.

Mach et Groupe Mach inc. (défenderesses)

[15] Mach allègue que « la demande de Transat est clairement une tactique défensive sans fondement » et plaide qu'accorder les conclusions recherchées par Transat « serait contraire à l'intérêt public, porterait atteinte à l'intégrité des marchés financiers et serait abusive et coercitive pour les actionnaires de Transat en les privant de trois droits fondamentaux », soit « en l'occurrence (i) le droit de disposer de leurs actions aux conditions qu'ils jugent appropriées, (ii) le droit d'exercer les droits de vote rattachés à leurs actions et de donner procuration comme bon leur semble et (iii) le droit à la dissidence dans le cadre d'une opération commerciale fondamentale ».

[16] Mach affirme que l'Offre de Mach « ne contrevient pas à la législation/réglementation en valeurs mobilières et est donc parfaitement légale ». À cet égard, Mach souligne que l'Offre de Mach est conforme à l'*Avis 61-301 du personnel des autorités canadiennes en valeurs mobilières – Lignes directrices du personnel quant aux offres d'achat restreintes*.

[17] Mach affirme que les conditions rattachées à l'Offre de Mach « sont clairement divulguées » et souligne que son offre est conditionnelle, au même titre que l'OPA d'Air Canada. Si les conditions décrites dans ces offres d'achat ne se matérialisent pas, leurs initiateurs peuvent y mettre fin.

[18] À cet égard, Mach souligne que l'OPA conditionnelle d'Air Canada n'offre aucune garantie ou certitude qu'Air Canada achètera même une seule action de Transat déposée selon les termes de sa proposition car il suffirait, notamment, que les autorités réglementaires - dont le Bureau de la concurrence - refuse d'autoriser l'acquisition de Transat par Air Canada ou que 10% des actionnaires de Transat exprime leur dissidence pour qu'Air Canada décide de mettre fin à son offre.

[19] Mach soutient que l'Offre de Mach est bénéfique aux actionnaires de Transat car (i) elle vise explicitement à empêcher l'acquisition de Transat par Air Canada à 13 \$ par action car, selon Mach, ce prix est inférieur à la valeur réelle de Transat, et ce, (ii) tout en offrant d'acquérir 6 900 000 actions à droit de vote de catégorie B de Transat à 14 \$ par action.

[20] Mach plaide que le Tribunal « ne devrait pas s’immiscer ou substituer sa propre vision à la décision des actionnaires » de Transat et leur enlever le droit « de disposer de leurs actions » en acceptant l’Offre de Mach.

[21] Mach demande au Tribunal de rejeter les conclusions recherchées dans la demande de Transat.

Air Canada (mise en cause)

[22] Air Canada soutient que l’Offre de Mach constitue une « offre publique d’achat » au sens du *Règlement 62-104 sur les offres publiques d’achat et de rachat*⁸⁴.

[23] Air Canada affirme que l’Offre de Mach a été conçue pour éviter délibérément les règles prévues par ce règlement, en particulier, les obligations décrites aux articles 2.29, 2.29.1 (c), 2.31.1 et aux rubriques 12, 15 et 17, lesquelles ont pour objectif de protéger les actionnaires.

[24] Air Canada souligne la structure particulière de l’Offre de Mach et indique que celle-ci a pour objectif avoué de faire échouer l’OPA d’Air Canada sur Transat.

[25] Air Canada indique que si le Tribunal n’interdit pas l’Offre de Mach, un précédent sera créé qui aura un impact potentiel important sur le marché.

[26] Air Canada appuie les conclusions recherchées dans la demande de Transat.

Autorité des marchés financiers (mise en cause)

[27] L’Autorité ne considère pas que l’Offre d’achat de Mach constitue une « offre publique d’achat » au sens du *Règlement 62-104 sur les offres publiques d’achat et de rachat*⁸⁵.

[28] L’Autorité a fait part au Tribunal de ses « préoccupations » à l’égard de certaines caractéristiques de l’Offre de Mach.

[29] À cet égard, l’Autorité souligne que « Mach pourrait exercer les droits de vote rattachés à toutes les actions déposées, indépendamment du nombre d’actions qu’elle pourrait acquérir au terme de la transaction ».

[30] L’Autorité indique aussi un « manque de clarté » quant à certains paramètres de l’Offre de Mach, et une « possibilité de perte du droit de dissidence pour les actionnaires participants ».

[31] L’Autorité mentionne aussi que « les procurations restent valides tant et aussi longtemps qu’elles ne sont pas révoquées par les actionnaires » de Transat qui auront déposé leurs actions en réponse à l’Offre de Mach.

[32] Enfin, l’Autorité soutient que l’échéancier relié à l’Offre de Mach ne permet pas aux actionnaires de Transat de procéder à une évaluation suffisante de cette offre.

⁸⁴ Chapitre V-1.1, r. 35.

⁸⁵ Chapitre V-1.1, r. 35.

[33] L'Autorité indique que le Tribunal peut, dans l'intérêt public, intervenir dans le cas de situation qui sont incompatibles avec la protection des épargnants ou dans le cas d'opérations qui constituent un abus flagrant à l'égard du marché, et ce, même lorsqu'un manquement à la loi ou à la réglementation n'est pas constaté.

[34] L'Autorité plaide que ses préoccupations quant à l'Offre de Mach sont suffisantes pour justifier une intervention de la part du Tribunal et indique que celui-ci devrait prononcer les ordonnances n° 1 et n° 3 demandées par Transat, à savoir :

- Interdire toute opération sur valeurs à l'égard de l'Offre d'achat de Groupe Mach Acquisition inc visant 6 900 000 actions à droit de vote de catégorie B de Transat A.T. inc. en date du 2 août 2019;
- Interdire à Groupe Mach Acquisition inc. et Groupe Mach inc., par le truchement d'un administrateur ou dirigeant de l'une ou l'autre de ces entités, d'utiliser les procurations et mandats obtenus de tout actionnaire de Transat A.T. inc. ayant déposé ses actions en réponse à l'Offre d'achat de Groupe Mach Acquisition inc.

Question en litige

[35] Le Tribunal doit-il, dans l'intérêt public, prononcer les ordonnances d'interdiction recherchées par la demande de Transat ?

Conclusion

[36] Pour les motifs exposés dans l'analyse qui suit, le soussigné juge administratif répond à cette question par la négative et par conséquent rejette, dans l'intérêt public, les conclusions recherchées dans la demande de Transat.

ANALYSE

[37] Dans la présente affaire, le Tribunal est saisi d'une demande de Transat visant à obtenir, de manière urgente, le prononcé d'ordonnances d'interdiction en lien avec une offre d'achat restreinte conditionnelle de Mach, lancée le 2 août 2019, visant l'acquisition de 6 900 000 actions à droit de vote de catégorie B de Transat (« Offre de Mach»), soit environ 19,5 % des actions émises et en circulation, au prix de 14 \$ en espèces par action.

[38] L'Offre de Mach fait suite à une convention d'arrangement définitive conclue entre Transat et Air Canada (« Arrangement »), le 27 juin 2019, prévoyant une offre publique d'achat conditionnelle (« OPA d'Air Canada ») visant l'acquisition de toutes les actions émises et en circulation de Transat au prix de 13 \$ en espèces par action. Une assemblée extraordinaire des actionnaires de Transat est fixée à 10 h (heure de Montréal) le 23 août 2019 aux fins de voter sur l'Arrangement.

[39] Selon les termes de l'Offre de Mach, les porteurs des actions de catégorie B de Transat ont jusqu'à 17h (heure de Montréal) le 13 août 2019 pour déposer leurs actions.

[40] Le Tribunal a tenu une audience le jeudi 8 août 2019 et, considérant la proche échéance du mardi 13 août 2019 prévue par l'Offre de Mach, le Tribunal a eu peu de temps pour rendre une décision très importante.

[41] En effet, compte tenu de l'ouverture des marchés boursiers du lundi matin le 12 août 2019, le Tribunal a décidé qu'il était essentiel de rendre une décision, avec motifs, le dimanche 11 août 2019.

[42] Le Tribunal doit répondre à la question en litige suivante : doit-il, dans l'intérêt public, prononcer les ordonnances d'interdiction recherchées par la demande de Transat ?

[43] Le soussigné juge administratif répond à cette question par la négative.

[44] Afin de bien expliquer cette décision, il convient d'abord de rappeler que les ordonnances d'interdiction recherchées par Transat sont les suivantes :

- Interdire toute opération sur valeurs à l'égard de l'Offre d'achat de Groupe Mach Acquisition inc visant 6 900 000 actions à droit de vote de catégorie B de Transat A.T. inc. en date du 2 août 2019;
- Interdire toute opération sur les valeurs de Transat A.T. inc. par Groupe Mach Acquisition inc. ou Groupe Mach inc.;
- Interdire à Groupe Mach Acquisition inc. et Groupe Mach inc., par le truchement d'un administrateur ou dirigeant de l'une ou l'autre de ces entités, d'utiliser les procurations et mandats obtenus de tout actionnaire de Transat A.T. inc. ayant déposé ses actions en réponse à l'Offre d'achat de Groupe Mach Acquisition inc.

[45] Il faut ensuite souligner que, si elles sont prononcées par le Tribunal, elles auront des conséquences importantes à plusieurs niveaux et, en particulier :

- pour l'initiateur de l'Offre de Mach, soit Groupe Mach Acquisition inc. (« Mach »), de même que pour la société dont elle est une filiale à part entière, soit Groupe Mach inc.;
- pour les actionnaires de Transat qui possèdent des actions de catégorie B, notamment pour ceux qui ont déjà choisi de déposer leurs actions en réponse à l'Offre de Mach, initiée le 2 août 2019, et pour ceux qui évaluent actuellement l'opportunité de le faire au plus tard le 13 août 2019;
- le résultat du vote des actionnaires de Transat, qui doit se tenir lors de leur assemblée extraordinaire du 23 août 2019, pourrait être significativement affecté de même que le sort de l'OPA en cours d'Air Canada sur Transat;
- l'important précédent qui sera créé par l'imposition d'une décision aussi radicale du Tribunal à l'égard d'une offre d'achat restreinte qui ne constitue pas, de l'avis du soussigné et de l'Autorité, une offre publique d'achat au sens du *Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat*.

[46] À cet égard, il convient d'abord de rappeler que le *Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat* prévoit à son article 1.1 la définition suivante de ce qui constitue une offre publique d'achat :

« offre publique d'achat »: toute offre d'acquisition de titres comportant droit de vote ou de titres de capitaux propres en circulation d'une catégorie donnée faite à une ou plusieurs personnes qui sont dans le territoire intéressé en fait ou d'après l'adresse inscrite dans les registres de l'émetteur visé, pour autant que les titres visés par l'offre d'acquisition ajoutés aux titres de l'initiateur représentent au total au moins 20% des titres de cette catégorie qui sont en circulation à la date de l'offre d'acquisition, à l'exception d'une offre d'acquisition qui constitue l'une des étapes d'une fusion, d'une réorganisation ou d'un arrangement qui doit être approuvé par le vote des porteurs des titres visés; »

[soulignement ajouté]

[47] De l'avis du soussigné et en accord avec l'argumentation présentée par l'Autorité lors de l'audience du 8 août 2019 concernant cette question, l'Offre de Mach ne constitue pas une offre publique d'achat au sens du *Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat*. Il s'agit d'une offre d'achat restreinte que le législateur, le régulateur de marché et le gouvernement ont choisi essentiellement de ne pas réglementer - à tout le moins dans le cadre réglementaire spécifique du marché des valeurs mobilières - laissant ainsi, à dessein, une beaucoup plus grande liberté à la place financière pour les structurer et les utiliser comme instrument visant à atteindre des objectifs économiques précis.

[48] Certes, il existe le court *Avis 61-301 du personnel des autorités canadiennes en valeurs mobilières – Lignes directrices du personnel quant aux offres d'achat restreintes*. Aucune des parties n'a toutefois allégué que l'Offre de Mach ne respectait pas les termes de cet avis. Mach a, au contraire, indiqué au Tribunal qu'elle s'était assurée de structurer l'Offre de Mach de manière à respecter pleinement les termes de cet avis pancanadien.

[49] De nombreuses offres d'achat restreintes ayant différentes caractéristiques ont ainsi été structurées et se sont déroulées à l'échelle pancanadienne au cours des dernières années. À la lumière de l'argumentation qui a été présentée au Tribunal par les parties lors de l'audience du 8 août 2019, aucune de ces offres d'achat restreintes n'aurait fait l'objet d'ordonnances d'interdiction de la part d'un régulateur de marché ou d'un tribunal administratif ayant une compétence spécialisée dans ce domaine.

[50] Or, dans la présente affaire, le Tribunal doit trancher une demande provenant d'une société visée par une telle offre d'achat restreinte, soit Transat, et ce, dans le contexte très particulier où sa direction a un intérêt manifeste à ce que l'Offre de Mach cesse parce que son but avoué est de faire échouer l'OPA qu'Air Canada a lancé sur Transat.

[51] Pour sa part, Air Canada a essayé de convaincre le Tribunal que l'Offre de Mach est illégale parce qu'elle constitue, à son avis, une offre publique d'achat qui ne respecte pas les dispositions du *Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat*, en particulier parce qu'elle permet à Mach de potentiellement recueillir et d'exercer plus de 19.9% des droits de vote du capital-actions de Transat.

[52] Dans les circonstances, l'argumentation d'Air Canada est loin de convaincre le soussigné qui rappelle qu'une opération de sollicitation de procurations, qui permettrait de potentiellement recueillir 100 % des droits de votes reliés au capital-actions d'une société n'est pas une « offre publique d'achat ». Le fait que l'Offre de Mach soit originale en ce qu'elle combine les objectifs de potentiellement acheter un maximum de 19.9 % des actions de Transat et de potentiellement exercer plus que cette proportion de votes lors de l'assemblée extraordinaire du 23 août 2019 de Transat n'en fait pas, de l'avis du soussigné, une « offre publique d'achat » au sens du *Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat*.

[53] Le Tribunal se doit de respecter l'innovation provenant de la place financière et, en autant qu'il ne la considère pas abusive au regard de l'intérêt public, il doit se garder d'intervenir du seul chef qu'une opération financière est d'un type nouveau et qu'elle indispose un concurrent.

[54] Air Canada a aussi plaidé que le niveau de protection offert aux actionnaires par l'Offre de Mach est largement inférieur à ce qui est prévu par le *Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat* ce qui est manifestement vrai à plusieurs égards, et ce, parce que Mach s'est prévalu de la liberté que lui a offert à dessein le législateur, le régulateur et le gouvernement et a structuré son offre d'achat restreinte de manière à ce qu'elle ne soit pas soumise aux obligations réglementaires prévues pour une « offre publique d'achat ».

[55] À cet égard, le soussigné indique que le *Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat* aurait pu, si le régulateur et le gouvernement l'avaient voulu, contenir une définition de ce qui constitue une « offre publique d'achat » incluant un seuil de 5% au lieu du 20% actuel.

[56] Confronté à cette réalité, Air Canada plaide que le Tribunal doit assurer « un level playing field » même si le législateur, le régulateur de marché et le gouvernement ont délibérément décidé qu'il n'en serait pas ainsi pour les offres d'achat restreintes qui ne constituent pas des « offres publiques d'achat » au sens du *Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat*.

[57] De l'avis du soussigné, ce n'est pas au Tribunal d'interdire ou d'imposer arbitrairement des règles semblables pour toutes les offres d'achat alors que législateur, le régulateur de marché et le gouvernement ont délibérément décidé de ne pas le faire, et que c'est manifestement leur prérogative et leur responsabilité.

[58] De l'avis du soussigné, les ordonnances d'interdiction de la nature de celles qui sont recherchées par la demanderesse Transat ne sont pas le moyen approprié pour

établir un « level playing field » et la seule démonstration d'une inégalité est insuffisante pour justifier une intervention du Tribunal dans l'intérêt public.

[59] Transat, pour sa part, soutient que le Tribunal se doit d'interdire l'Offre de Mach parce qu'elle contient des dispositions qui sont, de l'avis de Transat, tellement abusives pour les actionnaires de Transat et pour le marché en général qu'il faut que le Tribunal, dans l'intérêt public, émettre les ordonnances d'interdiction qu'elle demande, dont l'une a pour but - rien de moins que - d'interdire toute opération sur les valeurs de Transat A.T. inc. par Groupe Mach Acquisition inc. ou Groupe Mach inc., même celles qui pourraient être faite hors du cadre de l'Offre de Mach.

[60] De l'avis du soussigné, aucune preuve et aucune argumentation n'a été présentée au Tribunal qui justifierait, dans l'intérêt public, le prononcé d'une ordonnance d'interdiction de cette nature.

[61] Il convient toutefois de se pencher attentivement sur les allégations de mesures abusives contenues dans la demande de Transat et plus particulièrement sur les préoccupations exprimées au Tribunal par l'Autorité à l'égard de l'Offre de Mach, le tout afin de déterminer si nous sommes en présence d'une opération financière telle qu'elle doit être considérée comme abusive à l'égard de l'intérêt public.

[62] Depuis l'arrêt *Canadian Tire*⁸⁶, il est clairement établi par la jurisprudence que le Tribunal peut intervenir, même en l'absence d'un quelconque manquement à la loi ou au règlement, s'il est d'avis qu'une pratique ou une opération financière est abusive à l'égard des investisseurs ou du marché. Par ailleurs, la *Loi sur l'encadrement du secteur financier* et la *Loi sur les valeurs mobilières* accordent au Tribunal la discrétion et plusieurs moyens pour intervenir, si nécessaire, afin de protéger l'intérêt public.

[63] Toutefois, pour justifier une intervention du Tribunal de cette nature dans le cadre de la présente affaire et du contexte particulier qui l'entoure, il faut - de l'avis du soussigné - plus qu'une simple plainte à l'endroit d'un concurrent particulièrement innovateur qui met en péril ou qui gêne habilement la réalisation d'un plan d'affaires incluant une OPA. Une démonstration étoffée que nous sommes en présence d'une opération qui aura un impact délétère et étendu mettant, en péril le bon fonctionnement du marché et la confiance des épargnants, est nécessaire.

[64] Fait étonnant - à tout le moins pour le soussigné - l'Autorité a apparemment choisi d'intervenir après toutes les autres parties pour exprimer au Tribunal - à titre de simple mise en cause dans la présente affaire - ses préoccupations à l'égard de l'Offre de Mach et lui indiquer, qu'à son avis, « dans les circonstances » « une intervention du Tribunal est justifiée et nécessaire et qu'il devrait prononcer les ordonnances d'interdiction n°1 et n° 3 recherchées par la demanderesse Transat.

[65] Or, sachant que la date limite pour le dépôt des actions de Transat dans le cadre de l'Offre de Mach est le 13 août 2019, l'Autorité - à titre de régulateur de marché - avait tout le loisir, dès le 2 août 2019, pour communiquer directement avec Mach et pour lui

⁸⁶ *Canadian Tire Corp. (Re)*, 1987 LNONOSC 47.

suggérer avec conviction, dans l'intérêt public, d'amender son offre restreinte d'achat de manière à répondre rapidement à toutes les préoccupations qu'elle a exprimées au Tribunal lors de l'audience du 8 août 2019. Le soussigné rappelle que cette audience porte spécifiquement sur la demande de Transat et sur les ordonnances d'interdiction recherchées par celle-ci.

[66] Dans le cadre de la présente demande, le Tribunal n'a ni les moyens ni le mandat d'exercer la fonction de régulateur de marché.

[67] L'absence apparente d'intervention de l'Autorité - entre le lancement de l'Offre de Mach le 2 août 2019 et le début de l'audience du Tribunal le 8 août 2019 - en vue de faire modifier rapidement l'Offre de Mach pour répondre à ses préoccupations laisse aujourd'hui le Tribunal dans une situation où il peut uniquement se prononcer sur les conclusions recherchées par Transat. La seule marge de manœuvre dont il dispose, c'est (i) de tuer l'Offre de Mach et par le fait même priver les actionnaires de Transat du droit actuel qu'ils ont de l'accepter ou (ii) rejeter les conclusions recherchées par Transat et laisser ainsi les porteurs d'actions de Transat décider d'accepter ou non l'Offre de Mach, telle qu'elle se lit aujourd'hui.

[68] De l'avis du soussigné, c'est loin d'être une situation idéale pour les actionnaires de Transat.

[69] Par ailleurs, à la lumière des représentations qui lui ont été faites par Transat et par l'Autorité, le soussigné a retenu les éléments suivants comme méritant une attention particulière dans l'Offre de Mach.

[70] Les délais imposés aux actionnaires de Transat dans le cadre de l'Offre de Mach sont restreints. Entre le 2 et le 13 août 2019, il n'y a qu'une période très courte par rapport aux délais prévus dans une offre publique d'achat. Toutefois, de l'avis du soussigné ce délai est largement suffisant pour permettre à un investisseur institutionnel de l'évaluer et d'y participer. Le délai est serré pour un petit actionnaire. Toutefois il convient de rappeler qu'il est actuellement libre de faire le choix d'accepter ou de refuser de participer à l'Offre de Mach alors que ce choix disparaît tout simplement si le Tribunal impose une ordonnance d'interdiction sur toute l'opération.

[71] Mach a expliqué au Tribunal que la mécanique juridique et financière complexe qui entoure l'OPA d'Air Canada sur Transat, comme pour toutes les « offres publiques d'achat », a essentiellement dicté une bonne partie du calendrier de l'Offre de Mach. Mach a aussi souligné que les courts délais liés à l'Offre de Mach jouent essentiellement contre elle.

[72] Les conditions prévues à la rubrique 5 de l'Offre de Mach⁸⁷ sont nombreuses et offrent à Mach plusieurs « portes de sorties » potentielles si elle décide de retirer son offre d'achat restreinte et de ne pas prendre livraison ni régler le prix des actions qui auront été déposées à la suite de celle-ci.

⁸⁷ Pièce P-3.

[73] Le fait que Transat ait présenté une demande au Tribunal visant à interdire l'Offre de Mach constitue en soi la matérialisation d'une condition prévue à la clause 5 (j) de cette offre d'achat restreinte, laquelle pourrait être invoquée dès maintenant ou après l'assemblée extraordinaire des actionnaires de Transat prévue le 23 août 2019, alors que Mach aurait exercé les droits de vote de toutes les actions déposées dans le cadre de son offre.

[74] Mach a confirmé cette situation au Tribunal, lors de l'audience du 8 août 2019, et a indiqué que - comme dans toute offre d'achat - l'initiateur se réserve le droit d'invoquer ou de ne pas invoquer la matérialisation d'une ou de plusieurs conditions prévues dans son offre pour ultimement prendre une décision d'affaire.

[75] À cet égard, Mach a souligné que l'offre publique d'achat d'Air Canada sur Transat contient aussi de nombreuses conditions permettant à Air Canada de se retirer et de ne jamais payer les actions déposées dans le cadre de son OPA, dont certaines - comme l'absence de l'approbation du Bureau de la concurrence ou un changement majeur dans la situation financière de Transat - pourraient n'être invoquées par Air Canada qu'en 2020.

[76] Pour le soussigné, il est manifeste que la plupart des offres d'achat - qu'elles constituent ou non des offres publiques d'achat au sens du *Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat* - contiennent un nombre considérable de conditions, parfois complexes et arides à lire, permettant à l'initiateur de se retirer et de ne jamais payer les actions déposées dans le cadre de son offre d'achat.

[77] Dans la présente affaire, c'est le cas tant pour l'Offre de Mach que pour l'OPA d'Air Canada, sauf que dans le cas de l'Offre de Mach nous sommes en présence d'une offre d'achat restreinte non-réglémentée en vertu du *Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat*, et ce, parce qu'un choix fondamental a été fait par le législateur, le régulateur et le gouvernement de laisser beaucoup plus de liberté aux intervenants de la place financière qui choisissent - dans une économie de libre marché - de lancer des offres d'achat restreintes.

[78] Comme la divulgation de l'information constitue le principe fondamental sur lequel s'appuie l'ensemble du cadre réglementaire dans le domaine des valeurs mobilières, le Tribunal - dans la présente affaire - doit, de l'avis du soussigné, évaluer si les termes de l'Offre de Mach et, en particulier les conditions qui s'y rattachent, sont divulguées d'une manière qui ne soit pas abusives à l'égard des actionnaires auxquels elle s'adresse et à l'égard du marché.

[79] De l'avis du soussigné, compte tenu du contexte réglementaire particulier qui entoure l'Offre de Mach, les termes de cette offre d'achat restreinte et plus particulièrement les conditions qui y sont décrites et la manière dont elles sont décrites ne sont pas abusifs à l'égard des actionnaires à qui elle s'adresse, ni à l'égard du marché. Un investisseur institutionnel ne devrait pas avoir de grandes difficultés à en saisir les tenants et aboutissants. Pour un actionnaire provenant du public, la lecture

sera certes plus ardue mais il en est de même pour la masse considérable d'information qui est reliée à toute offre publique d'achat à laquelle il décide de participer.

[80] Certes, l'Offre de Mach est innovatrice. Elle introduit dans le marché une nouvelle façon de structurer une offre d'achat restreinte et une nouvelle méthodologie pour tenter de contrer une offre publique d'achat en cours, en l'occurrence l'OPA d'Air Canada sur Transat. L'Offre de Mach manifestement « dérange » l'initiateur et la direction de la cible de cette offre publique d'achat, laquelle s'adresse au Tribunal et tente de le convaincre, dans l'intérêt public, de mettre fin à l'offre d'achat restreinte de Mach.

[81] Dans un tel contexte et avec la très courte période de temps dont le Tribunal dispose pour rendre une décision à l'égard de la demande de Transat, le soussigné est d'avis que le Tribunal doit être très prudent.

[82] L'impact d'une ordonnance d'interdiction sur l'Offre de Mach serait significatif sur le marché et introduirait, de facto, de nouvelles normes dans un segment spécifique du marché que le législateur, le régulateur et le gouvernement ont, à dessein, décidé de laisser beaucoup plus libre. Il n'est pas dans l'intérêt public qu'à la suite de décisions du Tribunal, l'incertitude et l'arbitraire prennent préséance sur les textes législatifs et réglementaires au sein du marché des valeurs mobilières.

[83] De plus, une telle ordonnance d'interdiction aura un impact potentiel significatif sur le vote des actionnaires de Transat qui doit se tenir le 23 août 2019 à l'égard de l'OPA d'Air Canada sur Transat. De l'avis du soussigné, le Tribunal doit prendre garde de s'immiscer indirectement dans une démarche qui appartient essentiellement aux actionnaires. Il doit aussi prendre garde de les priver du droit qu'ils ont actuellement de se prévaloir de l'Offre de Mach.

[84] Il convient de rappeler que notre économie est fondamentalement basée sur un libre marché. Il appartient au législateur, au gouvernement et au régulateur de le baliser par une réglementation qu'ils jugent appropriée, et ce, dans le cadre de l'exercice des responsabilités qui leur sont confiées par une société démocratique. Ce n'est pas le rôle du Tribunal d'exercer ces responsabilités, ni directement, ni indirectement.

[85] De l'avis du soussigné, il ne fait guère de doute que les caractéristiques particulièrement innovatrices de l'Offre de Mach feront l'objet d'un examen attentif de la part de la place financière et des autorités réglementaires. Une réflexion approfondie sur la nécessité ou non de modifier le cadre réglementaire actuel pour en tenir compte doit se faire, dans l'intérêt public, et ce n'est pas en trois jours qu'on y arrivera.

[86] L'intérêt public au sein des marchés financiers transcende les intérêts particuliers.

[87] Le marché évolue constamment, en particulier à la suite de la création de nouveaux instruments financiers et de nouvelles opérations financières. Il fait preuve de créativité. Il s'agit d'une grande force qu'il faut se garder, dans l'intérêt public, d'éteindre.

[88] Par conséquent, après avoir dûment considéré l'Offre de Mach et le contexte particulier qui l'entoure de même que l'ensemble de la preuve et de l'argumentation qui lui a été présenté par les parties, le soussigné est d'avis qu'il n'est pas justifié, dans l'intérêt public, de prononcer les ordonnances d'interdiction recherchées par Transat.

POUR CES MOTIFS

Le soussigné juge du Tribunal administratif des marchés financiers, dans l'intérêt public et en vertu de l'article 265 de la *Loi sur les valeurs mobilières* de même que des articles 93 et 97 (al. 2(7)) de la *Loi sur l'encadrement du secteur financier* :

REJETTE la demande de Transat A.T. inc.

M^e Jean-Pierre Cristel
juge administratif

M^e Alain Riendeau et M^e Vincent Cérat Lagana
(Fasken Martineau DuMoulin LLP)
M^e Sophie Melchers
(Norton Rose Fulbright Canada, s.e.n.c.r.l.)
Procureurs de Transat A.T. inc.

M^e Marc Duchesne, M^e James D.G. Douglas et M^e Marie-Claude Lassiseraye Mathieu
(Borden Ladner Gervais s.e.n.c.r.l., s.r.l.)
Procureurs de Groupe Mach Acquisition inc. et Groupe Mach inc.

M^e Carl Souquet, M^e Valentin Jay et M^e François Lavigne-Massicotte
(Contentieux de l'Autorité des marchés financiers)
Procureurs de l'Autorité des marchés financiers

M^e Marc-André Coulombe et M^e Nathalie Nouvet
(Stikeman Elliott s.e.n.c.r.l., s.r.l.)
Procureurs d'Air Canada

Date d'audience : 8 août 2019