

COVERT DEFENCES: REASSESSING THE REGULATION OF PRIVATE PLACEMENTS IN CANADIAN TAKEOVER BIDS

Maziar Peihani*

ABSTRACT

This article examines the use of private placements as defensive tactics in the context of unsolicited takeover bids in Canada. While poison pills have traditionally been the main focus of regulatory scrutiny and academic debate, private placements have received little attention. Through a critical analysis of two key decisions involving private placements, the article argues that securities commissions have improperly deferred to target boards by assessing private placements through the lens of business judgment and fiduciary duties. This approach strays from the core tenet of National Policy 62-202 (NP 62-202), which prioritizes shareholder choice and seeks to prevent tactics that undermine a fair and open bid process.

The article contends that the proper focus of regulatory inquiry should be the effect of a measure on shareholders' ability to respond to a bid, rather than the board's stated intentions. It proposes a narrower and more precise framework: once it is established that the target company does not

* Lawson Lundell Professor of Business Law, Peter A. Allard School of Law, University of British Columbia. I am grateful to Paul Huang for his excellent research assistance and the *McGill Law Journal* editorial team for facilitating the review and publication of this article.

require financing to remain a going concern, securities commissions should assess whether a private placement was adopted during or in anticipation of a bid and whether its dilutive impact impairs shareholder choice. This effect-based standard aligns more closely with NP 62-202 and avoids entangling securities regulators in fiduciary duty inquiries more appropriately left to the courts. Reframing regulatory oversight in this manner would restore focus on the public interest, strengthen shareholder protections, and ensure that private placements do not serve as covert entrenchment tools in Canada's takeover bid regime.

* * *

RÉSUMÉ

Le présent article examine l'utilisation des placements privés comme moyen de défense dans le contexte des offres publiques d'achat non sollicitées au Canada. Alors que les pilules empoisonnées (régimes de droits des actionnaires) ont traditionnellement retenu l'essentiel de l'attention des autorités de réglementation et de la doctrine, les placements privés ont suscité peu d'intérêt. En analysant de façon critique deux décisions clés sur des placements privés, l'article soutient que les commissions des valeurs mobilières s'en sont indûment remises aux conseils d'administration des sociétés visées en analysant les placements privés au regard de l'appréciation commerciale et des obligations fiduciaires. Cette approche s'écarte du principe fondamental de l'*Instruction générale canadienne 62-202* (IG 62-202), qui privilégie le choix des actionnaires et vise à empêcher les tactiques qui compromettent l'équité et la transparence du processus d'offre.

L'article soutient que l'analyse réglementaire devrait se concentrer d'abord sur l'effet d'une mesure sur la capacité des actionnaires de répondre à une offre, et non sur les intentions déclarées du conseil. Il propose un cadre d'analyse plus étroit et précis: une fois établi que la société visée n'a pas besoin de financement pour assurer la continuité de son exploitation, les commissions des valeurs mobilières devraient déterminer si le placement privé a été effectué pendant une offre ou en prévision de celle-ci et si son effet dilutif porte atteinte au choix des actionnaires. Ce critère fondé sur l'effet s'harmonise davantage avec l'IG 62-202 et évite d'entraîner les commissions des valeurs mobilières dans l'examen des

obligations fiduciaires, question qu'il convient mieux de laisser aux tribunaux. Réorienter la surveillance réglementaire de cette manière permettrait de renouer avec l'intérêt public, de renforcer la protection des actionnaires et de faire en sorte que les placements privés ne servent pas d'outils d'enracinement déguisés dans le régime canadien des offres publiques d'achat.