

## Énoncé de position sur le vote vide

### Introduction

Le « vote vide » désigne une situation où il y a séparation ou « découplage » entre les droits de vote rattachés à des actions et l'intérêt financier du détenteur de ces droits<sup>1</sup>; une situation où « le droit de vote a été vidé de l'intérêt financier qui devrait y correspondre<sup>2</sup> ». Par principe, la CCGG est vivement opposée au vote vide. On dispose de peu de données empiriques sur l'ampleur du phénomène au Canada<sup>3</sup>, mais depuis la bataille de procurations très médiatisée de Telus contre Mason Capital, qui a pris fin en 2012, la question retient de plus en plus l'attention – et à juste titre. Le vote vide remet en question un des grands postulats du droit des sociétés et des théories de la gouvernance d'entreprise, à savoir que le droit de vote découle du rapport économique particulier qui lie les actionnaires et l'émetteur – c.-à-d., l'intérêt financier d'une société reflété dans le cours de son action est identique à l'intérêt financier de ses actionnaires, si bien que le sort économique des actionnaires est intimement lié à celui de la société. Pour cette raison, on présume que les actionnaires votent toujours en fonction de ce qui, à leur avis, servira au mieux les intérêts de l'entreprise<sup>4</sup>.

Des pratiques comme le prêt de titres et le recours aux produits dérivés et à d'autres innovations financières peuvent toutefois mettre à mal ces principes traditionnels. Des actionnaires pratiquant le vote vide peuvent en effet n'avoir aucun intérêt financier sous-jacent et, dans des cas extrêmes, avoir un intérêt négatif, en ce sens qu'ils réaliseront un profit si le cours de l'action baisse, ce qui les place en conflit direct avec les intérêts de la société et de la plupart des autres actionnaires.

---

<sup>1</sup> Le présent énoncé ne s'applique pas aux sociétés ayant des structures à deux catégories d'actions ayant des droits de vote différents, tel qu'établi dans leurs statuts, disponibles publiquement. Il y a, dans ces structures, découplage entre l'intérêt financier et les droits de vote rattachés aux actions; la CCGG a exprimé son point de vue sur ces structures et les principes qui devraient s'y appliquer dans sa [Politique sur les structures à deux catégories d'actions](#), publiée en septembre 2013.

<sup>2</sup> Henry T. C. Hu, « *Financial Innovations and Governance Mechanisms: The Evolution of Decoupling and Transparency* », *The Business Lawyer*; Vol. 70 (Spring 2015), p. 356. L'expression « vote vide » s'emploie aussi pour décrire des situations où les droits de vote dépassent largement l'intérêt financier.

<sup>3</sup> La prévalence du vote vide est difficile à mesurer en partie à cause des faiblesses de notre système de vote par procuration, dans lequel il est difficile de savoir si les informations sur les votes ont été transmises et compilées avec exactitude. L'adoption des « protocoles concernant le rapprochement des votes établis en vue d'une assemblée » proposés par les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) en mars 2016 favoriserait la transparence et pourrait fournir des informations additionnelles facilitant le suivi des cas de vote vide.

<sup>4</sup> Les lois canadiennes sur les sociétés n'imposent aux actionnaires aucune obligation fiduciaire d'agir au mieux des intérêts de la société ou des autres actionnaires. On présume cependant qu'étant donné son intérêt financier (qui inclut le risque assumé), un actionnaire vote au mieux des intérêts de la société et, donc, des autres actionnaires (pourvu qu'il n'y ait pas de conflits d'intérêts avec d'autres actionnaires).

En vertu du droit des sociétés et des principes de gouvernance, les actionnaires ont des droits et obligations découlant du rapport économique qui les unit aux sociétés auxquelles ils contribuent des capitaux, dont le droit d'élire les administrateurs, de leur demander des comptes (et par leur entremise, à la direction), le droit de recevoir des dividendes et celui d'approuver des transactions fondamentales. Les actionnaires ont aussi certaines obligations, dont celle de déclaration d'initié et de déclaration selon le système d'alerte.

Le vote vide, qu'il soit pratiqué par des investisseurs externes comme des fonds de couverture ou par des actionnaires internes par le biais de la monétisation d'actions, pose des problèmes sérieux qui portent directement atteinte à la démocratie actionnariale<sup>5</sup>, et la CCGG rejette catégoriquement cette pratique. Plusieurs principes chers à la CCGG, dont le vote à la majorité<sup>6</sup>, sont affaiblis par le vote vide. Pourtant, à l'exception d'une disposition du régime de déclaration d'initié des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM)<sup>7</sup> et des nouvelles règles du système d'alerte<sup>8</sup>, il n'y a toujours pas eu au Canada de réponse réglementaire ou législative aux problèmes que pose le vote vide.

---

<sup>5</sup> Certaines personnes soutiennent que le vote vide n'est pas nécessairement nuisible aux intérêts des actionnaires – faisant valoir, par exemple, que des droits de vote concentrés entre les mains d'actionnaires informés et intéressés seront plus susceptibles de créer de la valeur que les droits de vote d'actionnaires désintéressés. Voir Susan E.K. Christoffersen, Christopher C. Geczy, David K. Musto et Adam V. Reed, « *Vote Trading and Information Aggregation* », *Journal of Finance*, Vol. 62, 2007, pp. 2897-2929. Cela suppose toutefois que l'actionnaire pratiquant le vote vide ait un [intérêt financier](#) positif, et non nul ou négatif.

<sup>6</sup> Le droit d'élire les administrateurs qui, selon l'actionnaire, serviront au mieux les intérêts de la société est affaibli quand des actionnaires n'ayant pas d'intérêt dans la santé économique de la société peuvent se prononcer sur la composition de son conseil d'administration : « [TRADUCTION] Les droits des actionnaires sont l'assise idéologique sur laquelle repose la légitimité du pouvoir des administrateurs. Les actionnaires ont, de manière générale, deux moyens de se protéger contre une gestion perçue comme inadéquate. Ils peuvent vendre leurs actions [...] ou voter pour remplacer les administrateurs en poste ». *Blasius Industries, Inc. v. Atlas Corp.*, 564 A.2d 651 (Del. Ch. 1988), voir 659. Le vote vide soulève aussi des préoccupations dans le contexte de la mise en candidature d'administrateurs, processus que les actionnaires devraient pouvoir influencer, selon la CCGG, sous réserve de certaines conditions (voir [Processus de mise en candidature d'administrateurs : pour une participation accrue des actionnaires et un meilleur accès aux procurations](#) (2015)). La CCGG estime que les investisseurs pratiquant le vote vide ne devraient pas pouvoir proposer la candidature d'administrateurs.

<sup>7</sup> [Exigences et dispenses de déclaration d'initié](#), Règlement 55-104 et instruction générale – Un initié doit faire une déclaration s'il a fait une opération de couverture ou a conclu un accord visant des dérivés ou tout autre type d'accord ou de convention qui « a pour effet de modifier, directement ou indirectement, le risque financier auquel l'initié assujetti s'expose par rapport à l'émetteur assujetti ». Notons que, selon les [Principes de rémunération de la haute direction](#) (2013) de la CCGG, les administrateurs et les dirigeants ne devraient pas couvrir ou monétiser la valeur des actions de sociétés dont ils sont des initiés.

<sup>8</sup> [Avis de publication des ACVM sur la modification du système d'alerte](#)

Dans les pages qui suivent, nous présentons l'état actuel de notre réflexion sur le vote vide et ses implications pour les actionnaires institutionnels et décrivons l'approche minimale que nous aimerions voir les organismes de réglementation des valeurs mobilières adopter sur cette question, qui nécessite selon nous une réponse rapide et réfléchie.

### Recommandation

La CCGG est d'avis qu'on devrait modifier les lois pour rendre le vote vide illégal. Sachant que ce n'est pas demain qu'un tel objectif pourra se concrétiser, la CCGG estime que les organismes de réglementation devraient prendre deux mesures dans l'immédiat, soit faire savoir qu'ils exerceront leur pouvoir discrétionnaire d'agir dans « l'intérêt public » pour restreindre le vote vide quand des circonstances particulières le justifient, et fournir des orientations quant aux types de situations qui justifieront l'exercice de cette discrétion. Les organismes de réglementation devraient aussi indiquer qu'ils interviendront en tant qu'amis de la cour (*amicus curiae*) pour exprimer leur point de vue dans des affaires judiciaires pertinentes. Ces mesures, combinées aux règles de déclaration existantes et proposées, contribueraient à la réalisation du mandat de ces organismes. La Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, par exemple, est tenue par la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario de protéger les participants du marché contre « les pratiques déloyales, irrégulières ou frauduleuses » (ce qui, selon la CCGG, englobe le vote vide) et de « favoriser des marchés financiers justes et efficaces ». En ce qui concerne le prêt de titres, les organismes de réglementation des valeurs mobilières devraient indiquer clairement que l'emprunt de titres aux fins de l'exercice du droit de vote est inacceptable. Les autorités devraient ensuite surveiller les résultats de cette approche et refaire le point à une date ultérieure.

### Mise en contexte et nécessité d'une réforme de la réglementation

De manière générale, trois types de situations peuvent donner lieu au vote vide :

- le prêt de titres, où l'emprunteur peut généralement exercer le droit de vote rattaché aux actions et recevoir des dividendes, mais où le prêteur conserve l'intérêt financier sous-jacent;
- les opérations de couverture ou le recours à certaines opérations sur dérivés, où l'effet du vote sur le cours de l'action est nul pour le détenteur du droit de vote, voire positif si le cours de l'action baisse;
- l'exploitation de la date de clôture des registres, où une personne achète des actions avant la date de clôture des registres de manière à pouvoir exercer le droit de vote s'y

rattachant, mais les revend avant la date de l'assemblée applicable et n'est donc pas touchée par les conséquences du vote<sup>9</sup>.

Les deux premiers types d'opérations sont courants sur les marchés financiers modernes. Ils peuvent être bénéfiques et même indispensables au fonctionnement de ces marchés (pour des raisons de liquidité, notamment) et ne devraient donc pas être interdits. De telles stratégies peuvent toutefois être en contradiction avec le droit des sociétés et des valeurs mobilières, qui repose sur le principe que les droits de vote et l'intérêt financier concordent. La CCGG estime que les autorités réglementaires doivent agir à propos des effets négatifs d'innovations financières qui menacent les principes d'équité essentiels au fonctionnement de nos marchés financiers<sup>10</sup>. De telles situations sont peut-être rares, mais les autorités devraient néanmoins être prêtes à y réagir.

Les organismes canadiens de réglementation ont déjà reçu ce mandat d'action. Dans sa décision de 2012 concernant l'opposition de Mason Capital au plan d'arrangement proposé par Telus, la Cour d'appel de la Colombie-Britannique a écrit : [TRADUCTION] « Dans la mesure où des cas de "vote vide" portent atteinte aux objectifs de la démocratie actionnariale, la solution réside dans la modification des lois et de la réglementation<sup>11</sup> ».

---

<sup>9</sup> En juillet 2017, un tel cas possible de vote vides'est présenté quand Fairfax Financial Holdings Ltd. a vendu sa participation importante dans Tembec Inc. à la date de clôture des registres fixée par Tembec pour le vote sur une offre de Rayonier Advanced Materials d'acheter les actions de Tembec. Avant l'annonce de la transaction, Fairfax a indiqué à Tembec qu'elle appuyait la transaction, mais ne voulait pas détenir les actions ou exercer les droits de vote s'y rattachant de quelque manière que ce soit. D'autres actionnaires importants, opposés à l'offre de Rayonier, ont cependant souligné que Fairfax ne devrait pas être autorisée à exercer des droits de vote viderelativement à l'offre, ce qu'elle était techniquement autorisée à faire puisqu'elle détenait des actions de Tembec à la date de clôture des registres. Des plaintes ont été déposées à la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (CVMO) et à l'Autorité des marchés financiers du Québec (AMF). Finalement, aucun vote vide n'a eu lieu, Fairfax ayant annoncé qu'elle n'entendait pas voter sur l'offre après avoir vendu ses actions de Tembec. Selon une déclaration faite par Fairfax à la CCGG, « [TRADUCTION] Fairfax n'a jamais été approchée par la CVMO et n'a jamais envisagé d'exercer les droits de vote rattachés à des actions qu'elle avait vendues, y compris celles de Tembec. Fairfax croit fermement qu'un investisseur doit être porteur d'une action pour exercer le droit de vote s'y rattachant. »

<sup>10</sup> Comme l'a déclaré en 2011 Mary Schapiro, alors présidente de la Securities and Exchange Commission (SEC) des États-Unis, au moment où l'organisme « [TRADUCTION] évaluait s'il [devait] modifier [ses] règles à la lumière des stratégies de placement modernes et des innovations en matière de produits financiers » : « il est important que les règles [sur les valeurs mobilières] soient modernisées<sup>10</sup> ». Mary L. Schapiro, *Remarks at the Transatlantic Corporate Governance Dialogue* (15 décembre 2011), [www.sec.gov/news/speech/2011/spch121511mls.htm](http://www.sec.gov/news/speech/2011/spch121511mls.htm)

<sup>11</sup> [Telus Corporation vs. Mason Capital Management LLC](#), 2012 BCCA 403, paragraphe 81.

L'affaire Telus était inhabituelle dans la mesure où l'intérêt financier de Mason Capital ne variait pas si l'action de Telus montait ou baissait, mais reposait plutôt sur la possibilité d'arbitrage présentée par l'écart historique entre les cours des actions avec droit de vote et sans droit de vote. Si l'arrangement proposé par Telus était approuvé, on pouvait s'attendre à une appréciation des actions avec droit de vote et sans droit de vote, qui allait profiter aux deux catégories d'actionnaires, mais être sans effet pour Mason Capital, qui avait couvert la valeur de ses actions des deux catégories, de sorte que son intérêt financier dans les deux était négligeable. Si l'arrangement n'était pas approuvé, par contre, les deux catégories d'actionnaires allaient perdre l'avantage de l'appréciation attendue de l'action, mais l'écart historique entre le cours des actions avec droit de vote et celui des actions sans droit de vote allait être rétabli, ce dont Mason Capital allait profiter. Cette affaire, au-delà de son caractère hautement inhabituel<sup>12</sup>, fournit l'exemple d'un actionnaire inscrit, détenteur de 19 % des droits de vote, qui était motivé financièrement à voter à l'encontre des intérêts du reste des actionnaires. Ceci soulève des préoccupations qui, comme l'indiquait la Cour d'appel de la Colombie-Britannique, démontrent la nécessité d'une réponse réglementaire.

Dans un autre cas médiatisé de vote vide au Canada, l'affaire Sears Canada<sup>13</sup>, des produits dérivés devaient permettre à la Banque Scotia de pratiquer le vote vide pour soutenir l'offre de Sears Holdings de racheter les participations minoritaires dans sa filiale Sears Canada. Les administrateurs indépendants et certains actionnaires de Sears Canada s'opposaient à la transaction. Pershing Square Capital, l'un des fonds de couverture opposés au rachat, avait conclu des accords de swap visant les actions de Sears Canada avec la Banque Scotia et voulait que cette dernière déboucle les swaps afin qu'il puisse voter contre la transaction, qui nécessitait l'approbation d'une majorité des actionnaires minoritaires de Sears Canada. La Banque Scotia a refusé de déboucler les swaps (même si Pershing affirmait que ce refus enfreignait les conventions applicables) et a voté en faveur du rachat, conformément à un accord de soutien qu'elle avait conclu avec Sears Holdings. Le rachat a finalement eu lieu, mais les organismes de réglementation des valeurs mobilières ont interdit à la Banque Scotia d'exercer les droits de vote rattachés à ses actions pour des raisons d'intérêt public, au motif que l'accord de soutien constituait un avantage accessoire.

---

<sup>12</sup> Fait intéressant, les experts n'étaient pas tous d'accord pour qualifier cette affaire de véritable cas de vote vide. Henry Hu, qui a agi comme témoin expert pour Telus, soutenait que c'était bien le cas, mais Bernard Black, avec qui M. Hu a corédigé plusieurs articles sur le vote vide, défendait Mason et soutenait le contraire.

<sup>13</sup> [In the Matter of Sears Canada Inc.](#), juillet 2006

Autre cas digne de mention : celui de Groupe CGI Inc. En 2008, les cofondateurs et coprésidents du conseil d'administration de la société auraient vendu pour environ 130 millions de dollars d'actions de CGI, mais conservé tous les droits de vote s'y rattachant<sup>14</sup> dans le cadre d'une transaction qu'ils ont dit avoir conclue à des fins de planification successorale. Les dirigeants auraient conclu avec la Banque Nationale du Canada un accord leur permettant de monétiser environ 11 millions d'actions de CGI, mais de conserver les droits de vote connexes pendant 25 ans. Ce cas est un exemple de vote vide pratiqué par des initiés/actionnaires internes plutôt que par un actionnaire externe tel qu'un fonds de couverture<sup>15</sup>.

Des cas qui ont fait grand bruit ailleurs dans le monde illustrent la myriade de formes que peut prendre le vote vide et qui n'ont comme seules limites la créativité des participants des marchés. Dans l'un des cas américains les plus connus, l'affaire Perry-Mylan<sup>16</sup>, survenue en 2004, la tactique a consisté à couvrir une participation dans une société grâce à des dérivés négociés hors cote sous forme de swaps d'actions détenues à découvert. Le fonds de couverture Perry Corporation détenait 7 millions d'actions de King Pharmaceuticals lorsque Mylan Labs a convenu de racheter King à une forte prime sur le cours de l'action de cette dernière, ce qui aurait fait réaliser un juteux profit à Perry. L'action de Mylan a toutefois chuté après l'annonce de la fusion, qui nécessitait l'approbation des actionnaires de Mylan. Perry a alors acheté 9,9 % des actions de Mylan pour pouvoir voter en faveur de la fusion, tout en utilisant les swaps d'actions pour couvrir entièrement son risque financier relatif à Mylan. Une fois prise en compte sa position dans King, l'intérêt financier global de Perry dans Mylan était négatif, puisque plus Mylan payait cher pour King, plus cela avantageait Perry. Carl Icahn, le deuxième actionnaire en importance de Mylan, a essayé d'empêcher la fusion en poursuivant Mylan et Perry. La poursuite n'a cependant pas abouti parce que Mylan a finalement renoncé à la fusion pour des raisons non liées aux droits de vote.

---

<sup>14</sup> [CGI co-founders cash in, but keep control](#), *The Globe and Mail*, 8 mai 2008

<sup>15</sup> Dans ce qui semble être une autre affaire de vote vide, la société Minera IRL Limited indiquait dans des communiqués en 2015 que son conseil d'administration avait ouvert une enquête sur des pratiques de vote irrégulières à une assemblée générale extraordinaire (AGE). Le président du conseil a déclaré : « [TRADUCTION] J'ai reçu des informations à propos d'une possible violation des lois sur les valeurs mobilières de l'Ontario en conséquence de laquelle une proportion importante des votes exprimés par procuration – suffisante pour modifier l'issue de questions qui devaient être tranchées à l'AGE – ont été exprimés au nom de personnes n'ayant pas un intérêt financier correspondant dans l'avenir de la société ». Cette situation a été résolue par la révocation du vote par procuration en question. [Minera IRL Limited reports on Extraordinary General Meeting of Shareholders](#) (27 novembre 2015) et [Minera IRL Board Concludes Investigation in Anticipation of EGM Resumption](#) (12 décembre 2015).

<sup>16</sup> Henry T.C. Hu et Bernard Black, [Empty Voting and Hidden \(Morphable\) Ownership: Taxonomy, Implications, and Reforms](#), 61 *Bus. Law*, 1011, 1024 (2006)

Toujours aux États-Unis, des rumeurs de vote vide ont entouré l'acquisition de Compaq par Hewlett Packard (HP) en 2002. À l'annonce de la fusion, l'action de HP a plongé et Walter Hewlett, qui était opposé au projet, s'est lancé dans une course aux procurations. On pense que des porteurs d'actions de Compaq ont exercé des droits de vote vide rattachés à des actions de HP pour favoriser la fusion et que cela a pu avoir une incidence sur l'issue du scrutin, qui a été très serré<sup>17</sup>. Au Royaume-Uni, d'importantes préoccupations ont été soulevées dans le cadre de la fusion de British P&O Princess Cruises plc et d'American Carnival Corporation, relativement aux conséquences de l'exercice du droit de vote par des personnes ayant emprunté des titres. Au cours d'échanges entre des actionnaires de P&O Princess, qui devaient décider s'ils acceptaient ou non la restructuration, on a découvert que de nombreuses actions avaient été empruntées par des actionnaires activistes et que les emprunteurs auraient pu voter à l'encontre de ce que souhaitaient la majorité des investisseurs<sup>18</sup>.

---

<sup>17</sup> Andrew Ross Sorkin, « *Nothing Ventured, Everything Gained* », *The New York Times*, 2 décembre 2004

<sup>18</sup> [\*Hedge Funds and Risk Decoupling: The Empty Voting Problem in the European Union\*](#), Wolf-Georg Ringe, 2012, Seattle University Law Review. Voir 1042.

## Initiatives réglementaires possibles

Des cas analogues à ceux que nous venons de décrire ont été à l'origine d'un grand nombre d'examen réglementaires<sup>19</sup> et d'articles spécialisés<sup>20</sup> dans le monde entier. Les réponses concrètes<sup>21</sup>, à ce jour, semblent cependant se limiter à des déclarations comme celle figurant dans un code d'application volontaire de pratiques exemplaires en matière de prêt de titres, le *Stock Borrowing and Lending Code of Guidance* : « [TRADUCTION] On s'accorde à dire [...] sur le marché qu'un investisseur ne devrait pas emprunter des titres dans le seul but d'exercer des droits de vote, dans une assemblée générale annuelle, par exemple<sup>22</sup> ». Comme l'a déclaré la Securities and Exchange Commission (SEC) des États-Unis dans le document intitulé *Concept Release on the U.S. Proxy System*, « [TRADUCTION] un découplage important des droits de vote et de l'intérêt financier peut miner la confiance dans les marchés financiers publics<sup>23</sup> ». Et pour reprendre les mots de la Cour d'appel de la Colombie-Britannique, « dans la mesure où des cas de "vote vide" portent atteinte aux objectifs de la démocratie actionnariale, la solution réside dans la modification des lois et de la réglementation ». D'où la position de la CCGG selon laquelle une réponse adaptée des autorités réglementaires canadiennes s'impose. L'un des défis des organismes de réglementation, quand ils essaient d'élaborer des règles encadrant les transactions et les produits financiers innovateurs, est que la complexité de ces derniers peut les rendre plus difficiles à réglementer que les transactions et les produits conventionnels<sup>24</sup>. Une transparence accrue constituerait cependant un bon point de départ. Comme l'exprimait la SEC dans le document précité, où elle se penchait sur la question du vote vide :

---

<sup>19</sup> Au Royaume-Uni, Lord Paul Myners s'est penché sur le problème dans ses rapports de 2004 à 2007 sur le vote des actionnaires. Voir, par exemple, *Review of the Impediments to Voting U.K. Shares: An Update on Progress Three Years On* (2007), page 9

<sup>20</sup> Voir, par exemple, *Securities Lending, Empty Voting and Corporate Governance*, Paul Ali, Ian Ramsay et Benjamin B. Saunders, Research Working Paper Series No. 023/2014, avec le soutien de l'Australian Centre for International Finance and Regulation

<sup>21</sup> De nombreuses suggestions ont été faites, à l'échelle mondiale, par des universitaires ou des groupes nommés par divers organismes de réglementation. Par contre, aucune d'entre elles, à notre connaissance, n'a encore été mise en application. Voir, par exemple, Mazard & Marccus Partners, *Transparency Directive Assessment Report – Prepared for the European Commission Internal Market and Services DG, Final Report* (2009), p. 132, où l'on défend l'interdiction pure et simple du vote vide, compte tenu des principes en jeu.

<sup>22</sup> [Publié](#) par le Securities Lending and Repo Committee de la Banque d'Angleterre, 2009

<sup>23</sup> Securities and Exchange Commission, [Concept Release on the U.S. Proxy System](#), 2010, p. 139

<sup>24</sup> On peut raisonnablement présumer que le vote vide ne fera qu'augmenter au fur et à mesure que le marché des dérivés (estimé à plus de 700 000 milliards de dollars US l'an dernier – ou dix fois environ le PIB mondial) prendra de l'ampleur et que de nouveaux produits seront créés. Voir [Financial Derivatives Time Bomb](#).



« [TRADUCTION] indépendamment du fait que le vote vide soit jugé “bon” ou “mauvais”, il y a d’excellentes raisons de s’assurer que le recours à cette pratique soit transparent. Si un investisseur acquiert des actions dans le but d’influencer ou de contrôler l’issue d’un scrutin, mais qu’il prend des mesures pour réduire son risque de perte financière ou pour que son intérêt financier soit négatif, la déclaration de son statut d’investisseur pratiquant le vote vide et de ses intentions peut fournir des informations cruciales aux autres actionnaires<sup>25</sup> ».

Au Canada, en vertu du régime de déclaration lié aux valeurs mobilières, les seules obligations de déclarer des situations de vote vide ou des situations pouvant y donner lieu sont celles fixées par le régime de déclaration d’initié et par les règles du système d’alerte récemment entrées en vigueur. Selon les règles applicables à la déclaration d’initié, un initié qui conclut une opération de couverture ou réalise une opération sur dérivés ayant pour effet de réduire sa vulnérabilité aux fluctuations du cours ou du rendement de l’action de l’émetteur doit produire une déclaration parce qu’il modifie le risque financier auquel il s’expose par rapport à l’émetteur assujetti<sup>26</sup>.

Quant aux nouvelles règles du système d’alerte, elles clarifient les obligations de déclaration et aideront à dépister le possible recours à des titres empruntés pour pratiquer le vote vide. Ainsi, les titres empruntés dans le cadre de certains mécanismes de prêt de titres sont exclus du calcul du seuil applicable à l’obligation de déclaration, pourvu que l’emprunteur se départît des titres empruntés dans un délai de trois jours ouvrables et qu’il ne compte pas ou n’a pas exercé les droits de vote qui y sont rattachés. Les nouvelles règles prévoient donc une exemption pour les emprunteurs dans le cadre de ventes à découvert, lesquelles ne devraient pas normalement soulever de préoccupations liées au vote vide, mais devraient déclencher l’obligation de déclaration s’il est possible que l’emprunt de titres serve à le pratiquer. Les nouvelles règles rendent aussi obligatoire la déclaration de toute modification de l’intérêt financier à l’égard d’un « instrument financier lié » à un titre qui nécessite une déclaration, de sorte que le même type de déclaration exigé des initiés en vertu du régime de déclaration d’initié s’applique aussi dorénavant en vertu du système d’alerte. Cette nouvelle déclaration à faire lorsque l’obligation est déclenchée devrait contribuer à fournir des informations qui révéleront et par le fait même neutraliseront les occasions de pratiquer le vote vide<sup>27</sup>.

<sup>25</sup> Securities and Exchange Commission, [Concept Release on the U.S. Proxy System](#), pp. 137-150

<sup>26</sup> [Exigences et dispenses de déclaration d’initié](#), Règlement 55-104

<sup>27</sup> [Form 62-103FI Required Disclosure under the Early Warning Requirements](#) : L’acquéreur doit décrire les modalités importantes de toute convention à laquelle il est partie 1) qui a pour effet de modifier, directement ou indirectement, le risque financier auquel est exposé l’acquéreur relativement aux titres pertinents ou ii) qui concerne le droit de vote, un mécanisme de prêt ou l’octroi de procurations ou le refus d’en octroyer relativement aux titres pertinents.

En ce qui concerne le traitement des dérivés, les actions sous-jacentes de produits dérivés réglés en espèces, tels que les swaps sur le rendement total, seront exclues du calcul servant à déterminer si un actionnaire a dépassé le seuil de 10 % déclenchant l'obligation de déclaration. Toutefois, les nouvelles règles contiennent des lignes directrices qui informent les investisseurs qu'ils devront inclure dans ce calcul les titres détenus par une contrepartie, pour un swap sur actions ou un dérivé similaire, si l'investisseur peut, formellement ou informellement, obtenir ces titres de la contrepartie ou donner des instructions à celle-ci sur la manière d'exercer les droits de vote s'y rattachant. De tels arrangements donnent un exemple supplémentaire des difficultés rencontrées par les autorités réglementaires quant à la possibilité de détention cachée liée aux innovations financières. De plus, ces nouvelles règles de déclaration devraient réduire les chances que le vote vide passe sous le radar.

Les avantages apportés aux marchés financiers par ce type de déclarations semblent peu contestables.

Sur la pertinence d'aller au-delà d'exigences de déclaration, par contre, les avis sont plus partagés. Plusieurs estiment quand même que les autorités devraient envisager de limiter les droits de vote dans les situations extrêmes de vote vide où le risque financier de l'actionnaire est négatif et où il peut être démontré que ses intérêts sont inversement corrélés avec le cours de l'action et les intérêts des autres actionnaires<sup>28</sup>. Le fait qu'un investisseur exerce son droit de vote dans un scrutin à effet nul pour lui, est une chose; par contre, l'enjeu est tout autre si ses intérêts sont contraires à ceux d'autres actionnaires et qu'un gain pour lui signifie une perte pour les autres. Le risque financier négatif fournit un incitatif à faire perdre de la valeur à d'autres actionnaires. Cependant, dans la pratique,, limiter des droits de vote, même dans les cas d'abus les plus flagrants, n'est pas simple.

De la même manière, pour des considérations pratiques, l'idée d'exiger que tout titre emprunté soit restitué au prêteur avant une assemblée des actionnaires serait irréalisable, le grand nombre d'assemblées et l'ampleur du vote par procuration rendant impossible la restitution avant chaque assemblée (y compris celles ne concernant que des affaires ordinaires). De plus, dans la mesure où la réglementation canadienne n'oblige pas les actionnaires à exercer leur droit de vote, on pourrait difficilement défendre l'instauration d'une obligation de restituer des actions pour que les droits de vote s'y rattachant puissent être exercés.

---

<sup>28</sup> Cette position est partagée par Henry T. C. Hu, qui « [TRADUCTION] ne préconise pas des limitations substantielles des droits de vote pour tous les actionnaires pratiquant le vote vide, mais privilégierait la limitation de ces droits dans les cas extrêmes d'actionnaires qui pratiquent le vote vide avec risque financier négatif ». Ibid, note 2 ci-dessus, page 364.

Enfin, à propos du risque d'exploitation de la date de clôture des registres, des observateurs ont proposé que les organismes de réglementation et les législateurs fassent en sorte que la date de clôture des registres servant à déterminer les actionnaires habilités à voter soit différente de la date de clôture des registres pour l'avis de convocation à une assemblée. Si la première date était rapprochée de la date d'assemblée, font-ils valoir, il serait plus difficile d'acheter des actions en vue de voter, puis de les céder avant que les conséquences du vote ne se fassent sentir<sup>29</sup>. Pour des considérations pratiques, il semble toutefois que de raccourcir le délai soit impraticable, la transmission et le calcul exact des votes par procuration étant déjà difficiles à réaliser dans les délais prescrits.

---

<sup>29</sup> Ibid, *Hedge Funds and Risk Decoupling: The Empty Voting Problem in the European Union*. Voir 1053.

## Résumé

En conclusion, la CCGG est fondamentalement opposée au vote vide. On ignore la prévalence exacte de cette pratique au Canada, et elle pourrait en fait être peu répandue. Mais le fait que des cas soient survenus et qu'il puisse s'en produire d'autres menace des principes fondamentaux des marchés financiers et du droit des sociétés et des valeurs mobilières. Le vote vide peut dépouiller de tout sens des principes de la gouvernance d'entreprise chers à la CCGG, comme le vote à la majorité. Ainsi, l'existence d'un nombre, même faible, de situations comme celles décrites dans le présent document montre qu'il est temps que les organismes de réglementation agissent pour accroître l'attention portée à cette question en attendant que les lois soient modifiées pour rendre le vote vide illégal. Les autorités réglementaires devraient essayer de régler des problèmes précis que pose le vote vide – par exemple, chercher à garantir que les droits de vote généralement rattachés à des titres empruntés soient bien exercés par la personne ayant un intérêt financier dans ces titres.

La CCGG juge que les organismes de réglementation des valeurs mobilières doivent intervenir maintenant parce que la question du vote vide soulève des questions d'intérêt public au sujet des sociétés ouvertes. Nous encourageons les autorités à au moins publier un avis ou une politique énonçant expressément qu'elles comptent intervenir dans des cas de vote vide, dans des circonstances appropriées, en exerçant leur pouvoir discrétionnaire d'agir dans l'intérêt public, en vertu de l'article 127 de la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario et de dispositions analogues d'autres lois canadiennes sur les valeurs mobilières. Du même souffle, nous encourageons les législateurs à étendre les pouvoirs de ces autorités en vertu des lois sur les valeurs mobilières, afin qu'elles puissent ordonner le retrait des droits de vote liés à une assemblée d'actionnaires ou à une transaction, quand les circonstances le justifient. La CCGG croit que de tels outils réglementaires représenteraient un premier pas dans la bonne direction, dans le cadre d'une démarche qui devrait viser, à terme, à rendre le vote vide illégal.

Dans l'intérêt public, les organismes de réglementation des valeurs mobilières devraient aussi publier des orientations à l'intention du marché, dans la mesure du possible, sur le type de circonstances qui les conduiraient à exercer leur discrétion, étant entendu que ces orientations ne seraient pas prescriptives, mais qu'elles reposeraient sur une analyse au cas par cas. La CCGG accueillerait favorablement, par exemple, une déclaration explicite selon laquelle « l'emprunt de titres aux fins de l'exercice du droit de vote s'y rattachant n'est pas dans l'intérêt public ». Les organismes de réglementation devraient également indiquer qu'ils interviendront en tant qu'amis de la cour (*amicus curiae*) pour exprimer leur point de vue dans des affaires judiciaires pertinentes.