

Université de Montréal

**Les aspects juridiques des stratégies de propriété occulte et de vote vide
réalisées par l'entremise des instruments dérivés**

Par : Julie Boyer

Faculté de droit

Mémoire présenté en vue de l'obtention du grade de LL.M. option droit des affaires

26 août 2015

© Julie Boyer, 2015

Résumé

L'auteure traite des stratagèmes de propriété occulte et de vote vide orchestrés par l'entremise des instruments dérivés. Dans un premier temps, cette recherche expose les diverses perturbations occasionnées par ces stratagèmes sur le système d'alerte et de notification ainsi que sur le droit corporatif canadien. Pour illustrer ces propos, une revue de la jurisprudence est détaillée. De plus, de nombreuses solutions législatives sont proposées afin de pallier aux utilisations potentiellement abusives des instruments dérivés. La solution la mieux adaptée au contexte des marchés financiers canadiens est finalement sélectionnée.

Summary

The research paper herein deals with hidden morphable ownership schemes and empty voting strategies orchestrated through derivatives. Initially, the author exposes the various disturbances caused by these schemes on early warning systems and follows up with repercussions that reverberate through to the Canadian corporate laws framework. Detailed case reviews are also presented to highlight the practical implications of these aforementioned schemes. Legislative solutions to mitigate the potential misuse of derivatives are proposed and ultimately the preferred solution tailored to Canadian financial markets is selected.

TABLE DES MATIÈRES

Introduction.....	2
Partie I – Les instruments dérivés au service de l’actionnariat activiste : Explication contextuelle.....	4
I. Description des instruments dérivés.....	4
a) Les principales caractéristiques des instruments dérivés.....	4
b) Les différentes catégories d’instruments dérivés.....	7
(i) Les « <i>forwards</i> » et les « <i>futures</i> »	7
(ii) Les options (« <i>put and call</i> »).....	8
(iii) Les contrats d’échange.....	9
II. Le déraillement des principes de gouvernance d’entreprise causé par les utilisations abusives d’instruments dérivés	10
a) Le scindement des attributs rattachés aux actions.....	10
(i) Le principe directeur : « <i>one share-one vote</i> ».....	11
(ii) Une perturbation du principe « <i>one share-one vote</i> ».....	14
(iii) Les conséquences au scindement des attributs rattachés aux actions.....	17
III. Les faits concrets : la propriété occulte sous l’œil des tribunaux.....	18
a) Un actionnaire détenant une propriétaire occulte a-t-il agi de concert afin de contourner la législation de franchissement de seuil en vigueur?.....	20
(i) De concert avec sa contrepartie?.....	20
(ii) Un arrangement entre les contreparties?.....	22
(iii) Une détention forcée?.....	25
b) Un actionnaire détenant une propriétaire occulte est-il reconnu par les tribunaux posséder une propriété effective des actions appariées?.....	28
(i) En vertu de la loi américaine.....	28
(ii) Les réactions des différents intervenants des marchés de gré à gré.....	35
(iii) Une décision identique émanant de l’Allemagne.....	38

(iv) Le Canada partage-t-il une opinion identique à celles des États-Unis ou de l'Allemagne?.....	39
c) Un actionnaire détenant une propriété occulte avait-il une intention malicieuse de contourner la législation de franchissement de seuil?.....	44
<i>Conclusion</i>	47
IV. Un investisseur limitant son exposition économique? Le vote vide et/ou négatif....	47
a) Exposition des répercussions de l'utilisation de vote vide et/ou négatif.....	48
(i) Des intentions controversées.....	48
(ii) Un moyen de défense pour les émetteurs?.....	51
b) Les faits concrets : Les États-Unis et le Canada se prononcent.....	52
(i) L'activisme actionnarial lors d'offres publiques d'achats aux États-Unis.....	52
(a) Perry Corporation et les sociétés pharmaceutiques.....	52
(b) Offre publique d'achat d'une société du Singapore par Multi-Fineline Electronix.....	54
(ii) La Cour d'appel de la Colombie-Britannique émet des réticences.....	55
<i>Conclusion</i>	58
Partie II – L'enrayement des prises de contrôle rampantes et des situations de vote vide : L'assimilation totale?.....	58
I. Une distorsion des objectifs de la législation de franchissement de seuil.....	58
a) Énonciation générale des objectifs poursuivis par le législateur.....	58
b) Des objectifs menacés par les instruments dérivés.....	61
II. Les réactions en boucle des autorités gouvernementales.....	63
a) Le Parlement Européen : une réaction se faisant attendre.....	63
b) Le Royaume-Uni : le pionnier de l'assimilation totale.....	66
(i) ISDA, SIFMA et ICMA : une intervention d'importants acteurs des marchés de gré à gré.....	68
(ii) Les recommandations du Financial Service Authority : Quelles sont les solutions proposées?.....	69

c) La France emboîte le pas de son voisin le Royaume-Uni.....	73
(i) AMF et l'assimilation totale?.....	73
(ii) Un premier pas vers l'assimilation totale.....	74
(iii) Le régime de l'assimilation totale français.....	75
d) Les États-Unis : Une réforme tardive.....	76
e) Le Canada : L'assimilation totale sous consultation.....	80
(i) Le système québécois et canadien; une prévention de la propriété occulte limitée.....	80
(ii) Les modifications au régime d'alerte actuel; l'assimilation totale.....	82
f) Une situation temporaire pour le Canada et les États-Unis.....	85
III. Réflexions portant sur un système d'alerte et de notification imposant une assimilation totale.....	86
a) L'assimilation totale; l'intégrité des marchés financiers menacés?.....	88
b) La nature intrinsèque des instruments dérivés.....	89
c) L'information fausse ou trompeuse.....	90
d) Les coûts d'implantation.....	91
e) Des arguments valables?.....	92
IV. Une seconde approche à l'assimilation totale ayant les facultés d'enrayer les conséquences indésirables sur les marchés de gré à gré?.....	93
a) Une divulgation volontaire améliorée?.....	94
(i) Exposition méthodologique du système Kettunen-Ringe.....	94
(ii) Une proposition fonctionnelle?.....	96
b) Dichotomie des instruments dérivés et des actifs sous-jacents.....	97
(i) Traitement différé proposé par un regroupement d'acteurs français.....	97
(ii) Divulgation complexe du « European Securities and Markets Authority».....	98
c) Quelle serait alors la meilleure proposition?.....	100
V. Le vote vide et/ou négatif.....	100

a) Le principe corporatif « one share, one vote » périmé.....	102
b) Un recours judiciaire privé?.....	104
c) Un incitatif sous forme de dividende.....	105
d) La solution adéquate : La modification des statuts constitutifs.....	105
<i>Conclusion</i>	108
Conclusion	108
Bibliographie	111

Introduction

Un principe fondateur du droit corporatif canadien énonce que toute action émise par une société comporte un droit de vote¹ sous réserve des statuts constitutifs. L'introduction des instruments dérivés sur les marchés financiers a grandement perturbée l'application de ce principe. En effet, un investisseur détient désormais l'option de se procurer uniquement une position exclusivement économique au capital-actions d'un émetteur. Les premiers auteurs ayant observés cette propriété occulte l'ont dénommée « *hidden morphable ownership* »²³. La situation inverse peut aussi se produire. Il est donc possible pour un actionnaire de se départir des droits économiques rattachés aux actions d'un émetteur assujéti pour ne conserver que les droits de vote. La doctrine a intitulé cette stratégie « *empty voting* »⁴.

Les opérations sur instruments dérivés n'entraînent habituellement aucune perturbation pour un émetteur et ses actionnaires. Ce n'est qu'à l'occasion d'une utilisation potentiellement abusive de ces instruments financiers qu'un investisseur peut causer de graves conséquences pour une société par actions. Dans un premier temps, un investisseur peut ainsi éviter le déclenchement d'une obligation de divulgation en vertu du système d'alerte et de notification canadien⁵. En effet, les opérations sur instruments dérivés permettent de cumuler discrètement une importante position au capital-actions d'une société par la détention d'une propriété occulte⁶. Ce stratagème peut ainsi porter préjudice à un émetteur et ses actionnaires ne détenant pas toute l'information matérielle nécessaire quant à la composition de l'actionnariat. Dans certains cas extrêmes, un investisseur peut lancer une offre publique d'achat sans laisser d'opportunité pour un

¹ *Loi sur les sociétés par actions*, L.R.Q., c. S-31.1, Article 47; *Loi canadienne sur les sociétés par actions*, (1985) L.R.C. c. C-44, Article 140 (1).

² BLACK BERNARD et HU HENRI T.C., « The new vote buying: Empty voting and Hidden (morphable) ownership », (2006) 79-4 *Southern California Law Review* 811.

³ Bernard BLACK et Henri T.C. HU, « The new vote buying: Empty voting and Hidden (morphable) ownership », (2006) 79-4 *Southern California Law Review* 811.

⁴ *Id.*

⁵ *Loi sur les valeurs mobilières*, L.R.Q. c. V-1.1., Article 89.

⁶ Bernard BLACK et Henry T.C. HU, « Empty voting and hidden (morphable) ownership: Taxonomy, implications and reforms », (2006) 61-3 *The Business Lawyer, Section of Business Law, American Bar Association* 1011.

émetteur de se défendre⁷. Dans un deuxième temps, bien que les tactiques de vote vide déclenchent une obligation de divulgation une fois le seuil atteint⁸, le déroulement d'un vote des actionnaires peut toutefois être entaché de vices. En effet, un actionnaire ne détenant aucune position économique peut faire usage de ses droits de vote dans l'objectif de nuire à la société en question et d'en soutirer un profit personnel⁹. Ce stratagème ne fait l'objet d'aucune restriction en vertu du droit corporatif canadien. Ces nouvelles stratégies de propriété occulte et de vote vide créent de nombreuses interrogations quant à leur traitement législatif. La législation canadienne est-elle adaptée à ces nouvelles tactiques? Dans la négative, quelle solution législative serait envisageable dans le contexte des marchés financiers canadiens permettant ainsi rectifier la situation?

Dans l'objectif de répondre à ce premier questionnement, les principes directeurs du droit corporatif et du système d'alerte et de notification canadien seront exposés. Notamment, les règles relatives au capital-actions d'une société ainsi que de leur influence sur la législation de franchissement de seuil seront détaillées. Bien, que les stratagèmes de propriété occulte et de vote vide conservent généralement un caractère privé, les tribunaux de plusieurs juridictions ont été confrontés à se questionner quant à leur légitimité. En présence d'une propriété occulte, la magistrature s'est longuement interrogée quant à l'application d'une obligation de divulgation relevant du système d'alerte et de notification applicable. Tandis qu'en présence du vote vide, certains tribunaux se sont prononcés sur la validité de l'exercice d'un tel droit de vote dans ces circonstances. L'analyse de ces différents jugements permettra d'établir le traitement législatif accordé aux stratagèmes de propriété occulte et de vote vide pour ainsi nous indiquer s'il est nécessaire pour le législateur canadien d'intervenir.

Les nombreux cas de figure étant apparus devant les tribunaux ont incités de nombreuses juridictions à intervenir. Plusieurs autorités réglementaires ont procédé à une réforme de

⁷ *Société Wendel SA, Jean-Bernard Lafonta et Société Deutsche Bank*, [2010] (Paris) Commission des Sanctions, Autorité des marchés financiers.

⁸ *Loi sur les valeurs mobilières*, préc., note 5, p. Article 89.

⁹ IRRIC INSTITUTE, *Identifying the legal contours of the separation of economic rights and voting rights in publicly held corporations*, 2010, p. 2, en ligne : <<http://rockcenter.law.stanford.edu/wp-content/uploads/2010/10/Final-decoupling-report-for-SEC.pdf>>.

leur système d'alerte et de notification afin d'y inclure les positions exclusivement économiques détenues par l'entremise d'instruments dérivés. Ces adaptations législatives aux nouveaux stratagèmes de propriété occulte n'ont toutefois pas été apportées par le législateur canadien. Afin d'identifier la solution législative la mieux adaptée au contexte des marchés financiers canadiens, l'ensemble des solutions législatives seront exposées à l'aide d'une analyse comparative du droit. Finalement, malgré l'absence de proposition d'amendement au droit corporatif, certaines solutions demeurent envisageables pour les stratagèmes de vote vide. Un portrait global de ces diverses solutions sera donc détaillé.

Partie I – Les instruments dérivés au service de l'actionnariat activiste : Explication contextuelle.

I. Description des instruments dérivés

a) Les principales caractéristiques des instruments dérivés

La principale considération du législateur lors de l'adoption du système d'alerte et de notification canadien consistait à préserver l'efficacité des marchés financiers¹⁰. Cet objectif n'est envisageable que si toute l'information matérielle relative à émetteur assujetti demeure connue et accessible de tous investisseurs¹¹. La composition de l'actionnariat d'une société par actions constitue un exemple d'une information devant être divulguée aux marchés financiers. En effet, cette information est nécessaire afin d'identifier les actionnaires détenant une participation importante au capital-actions d'une société. Ces derniers sont alors susceptibles d'influer sur la gestion d'une société. En l'absence de telles données, un investisseur ne détient pas tous les éléments nécessaires à une prise de décision éclairée quant à ses investissements. C'est pourquoi le législateur

¹⁰ *Loi sur les valeurs mobilières*, préc., note 5, Article 331 (32).

¹¹ AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, *Avis norme canadienne 62-103, le système d'alerte et questions connexes touchant les offres publiques et les déclarations d'initié*, 1999, en ligne : <<http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/valeurs-mobilières/62-103/1999-12-17/1999dec17-62-103-avis-publ-fr.pdf>>.

canadien impose une obligation de divulgation à tout actionnaire détenant une position équivalente ou supérieure à 10% du capital-actions d'un émetteur assujetti¹².

La législation de franchissement de seuil a été conçue en fonction des principes établis en vertu des lois corporatives. En vertu du droit corporatif, les administrateurs et dirigeants d'une société par actions peuvent recourir à différents mode de financement afin d'exploiter leur entreprise. Outre les emprunts bancaires, la recherche de nouveaux actionnaires constitue sa principale méthode de financement. Ce choix implique toutefois que les nouveaux actionnaires obtiendront des droits sur la gestion commune de la société équivalents à leur apport financier. Le capital-actions d'une société se décrit comme tel : « un ensemble, divisible par unités, de mises de fonds en vue d'une exploitation commune¹³. ». Un actionnaire acquiert des parts ou des unités (une « action ») du capital-actions en échange de son investissement¹⁴. Ces actions confèrent à leurs détenteurs des droits de vote qui pourront être exercés sur certains aspects de l'exploitation de la société par actions. Ces principes corporatifs ont modelé la législation de franchissement seuil. En effet, le législateur associe la propriété effective des actions au détenteur du droit de vote et du droit d'en disposer librement¹⁵.

Le système d'alerte et de notification canadien remplit pleinement son objectif au sein des marchés de capitaux où sont transigés les titres et obligations d'une société par actions cotée en bourse (société publique ou émetteur assujetti). En effet, ces marchés offrent à tous investisseurs, un lieu d'échange leurs permettant d'acquérir ou de vendre des actifs standardisés¹⁶. Il en est toutefois autrement lorsque les valeurs mobilières d'un émetteur sont transigées sur les marchés de gré à gré. Les instruments dérivés constituent les principaux instruments financiers qui y sont transigés. Ceci s'explique par l'évolution exponentielle des marchés financiers. En effet, l'attrait grandissement des investisseurs

¹² *Loi sur les valeurs mobilières*, préc., note 5, Article 89.

¹³ Paul MARTEL, *La société par actions au Québec, Les aspects juridiques*, Édition spéciale, 1, Éditions Wilson & Lafleur Martel Ltée, 2015, par. 12-2.

¹⁴ Raymond CRÊTE et Stéphane ROUSSEAU, *Droit des sociétés par actions*, 3e éd., Les Éditions Thémis, 2011, par. 496.

¹⁵ *Loi sur les valeurs mobilières*, préc., note 5.

¹⁶ Ross WESTERFIELD et Roberts JAFFE, *Corporate Finance*, Fifth Canadian Edition, McGraw-Hill Ryerson, 2008, p. 20.

pour les instruments dérivés comporte toutefois un danger. Les systèmes juridiques ne se sont pas nécessairement ajustés à ces nouvelles normes financières¹⁷. Prenons pour exemple, la législation de franchissement de seuil qui n'a malheureusement pas encore été adaptée à cette nouvelle réalité. Avant de développer cet aspect législatif, il convient d'abord de détailler les composantes juridiques et théoriques des instruments dérivés.

Les produits dérivés sont des instruments financiers dont la valeur est rattachée à un ou plusieurs actifs ou indices sous-jacents. La négociation des produits dérivés se réalise sur les marchés de gré à gré par l'entremise d'un contrat ou d'une promesse de contracter comportant un droit à terme ou un droit conditionnel. Les actifs sous-jacents correspondent généralement à une devise, un indice, une valeur mobilière ou une matière première¹⁸. Notons toutefois que dans le cadre de cette recherche nous nous concentrerons principalement sur les instruments dérivés portant sur les valeurs mobilières. La valeur de ces actifs fluctue selon les tendances quotidiennes des marchés des capitaux ainsi qu'en vertu de la performance économique de l'émetteur. Afin de diminuer ces risques de fluctuation il est conseillé à tous investisseurs de diversifier son portefeuille par un investissement sur les différents produits offerts sur les marchés de capitaux. Cette technique n'offre toutefois pas une entière protection. C'est pourquoi de nombreux investisseurs feront appel aux instruments dérivés négociés sur les marchés financiers dans l'objectif de pallier à ces lacunes.

Les instruments dérivés suscitent une popularité accrue en raison de leurs deux principales qualités. En effet, les instruments dérivés constituent des outils de gestion et de transfert des risques tout en remplissant un rôle spéculatif¹⁹.

La couverture (« hedging ») - Une couverture de risque constitue un moyen de s'armer contre les fluctuations des valeurs mobilières d'un émetteur par la négociation d'une valeur fixe (« *lock-in* »), pour un terme prédéterminé entre deux contreparties à un instrument dérivé. Ces investisseurs ont alors le choix de transiger sur des contrats à

¹⁷ Gilles NEJMAN, *Les contrats de produits dérivés : aspects juridiques*, Bruxelles Larcier, 1999, p. 17.

¹⁸ *Id.*, p. 15.

¹⁹ Il s'agit d'une théorie économique nommée « *price discovery* ».

terme ferme ou sur des options. Les options se caractérisent par la liberté d'une contrepartie à se procurer ou non les valeurs mobilières sous-jacentes au terme du contrat. Les contrats à terme ferme exigent quant à eux, l'exécution des obligations des parties au dénouement de l'instrument dérivé. Les parties ne pourront donc se dérober,²⁰ et ce même pour la contrepartie ayant spéculé à la hausse.

L'effet spéculatif - Tous investisseurs transigeant sur les marchés financiers ont l'opportunité de réaliser un gain financier par l'entremise de l'effet spéculatif rattaché aux produits dérivés. En effet, un investisseur peut prendre position quant à une hausse ou une baisse de la valeur d'un actif sous-jacent dans un temps donné. Selon la fluctuation de l'actif sous-jacent, l'investisseur réalisera un gain ou une perte au terme fixé par l'instrument dérivé. Ces opérations sont généralement négociées à court terme (entre quelques heures et quelques mois). Habituellement, les parties désirant réaliser un gain spéculatif sont pleinement conscientes des risques qui entourent ce type de transaction. Il s'agit de la principale raison de leurs utilisations sur les marchés financiers. En effet, dans toute transaction d'instrument dérivé les contreparties doivent spéculer sur les variations de fluctuations des actifs et/ou indices sous-jacents²¹.

b) Les différentes catégories d'instruments dérivés

(i) Les « forwards » et les « futures »

Un « *forward* » constitue une entente entre deux contreparties à se procurer ou vendre un actif sous-jacent à un prix et une date future préalablement fixée. Ce contrat comporte donc une passation du droit de propriété d'un actif précis d'une partie à une autre. Cependant, bon nombre de contreparties concluent généralement un dénouement par le paiement en numéraires plutôt que par une livraison physique de l'actif en question. Le montant résiduel équivalent à la différence du prix convenu et de la valeur du marché au terme de l'entente constitue un règlement numéraire (« *cash settlement* »). Ces ententes

²⁰ G. NEJMAN, préc., note 17, p. 59.

²¹ *Id.*, p. 61.

contractuelles sont généralement négociées entre des institutions financières sur les marchés de gré à gré. Il s'agit de contrats à terme non standardisés²². Le « *future* » constitue une entente « *forward* » hautement standardisée dont la majorité des termes et conditions sont uniformes pour tous les marchés financiers. Ces ententes contractuelles sont uniquement négociées sur les marchés organisés et sont garanties par une chambre de compensation ainsi qu'une contrepartie centrale²³. Il est possible de négocier des ententes *forwards* (« *equity forward* ») ou *futures* (« *single stock future* ») sur une action individuelle, un portfolio d'actions ou un index.

(ii) Les options (« *put and call* »)

Les options accordent un pouvoir discrétionnaire à une contrepartie lors du dénouement du contrat à terme. Il s'agit donc d'une obligation conditionnelle. L'acquéreur d'une option se préserve le droit d'acheter ou de vendre en échange du paiement d'une prime, l'actif sous-jacent à un prix déterminé ou déterminable. Habituellement, les actifs sous-jacents relatifs aux options sont des valeurs mobilières, des indices boursiers ou des taux de change ou d'intérêts. À l'opposé, les contrats à terme ferme forcent les contreparties, qui se sont engagées, à remplir leurs obligations lorsque le temps est venu. Les options de type américaines peuvent être levées à tout moment contrairement aux options de type européen qui ne peuvent être dénoué qu'au terme du contrat d'option²⁴. De nombreuses options sont négociées sur des actions d'un émetteur (« *stock option* »). Les « *caps* »²⁵, « *collar* »²⁶ et « *floor* »²⁷ comportent des caractéristiques semblables aux contrats d'options. Ces différents instruments financiers sont également transigés sur des actions. Notamment, les « *collar* » sont généralement utilisés lorsqu'un actionnaire détient un grand nombre d'actions acquises par l'entremise d'un programme d'achat des employés.

²² Robert W KOLB, *Futures, Options & Swaps*, Third Edition, Blackwell Publishing, 2007, p. 2.

²³ *Id.*, p. 3.

²⁴ G. NEJMAN, préc., note 17, p. 17.

²⁵ Option sur un taux d'intérêt permettant à une contrepartie d'emprunter du capital à un taux d'intérêt plafonné contre le paiement d'une prime.

²⁶ Combinaison du Caps et du Floors.

²⁷ Option sur un taux d'intérêt permettant à une contrepartie d'emprunter du capital à un taux d'intérêt plancher, moyennant le paiement d'une prime.

(iii) *Les contrats d'échange*

L'échange entre deux contreparties impliquant des flux de trésoreries provenant de différents instruments financiers se référant à un montant notionnel constitue un contrat d'échange (« *swap* »). Généralement les échanges d'une contrepartie sont variables tandis que ceux de l'autre contrepartie sont fixes. L'instrument financier auquel l'institution financière se réfère afin d'identifier les termes et conditions du contrat d'échange prendra la forme d'actions d'une société publique, d'un prêt bancaire ou d'un index. Le second instrument financier pour lequel sa contrepartie est tenue responsable sera généralement des intérêts sur un montant fictif négocié entre les contreparties. Ce prêt théorique porte le nom de montant notionnel. Il ne sera en conséquence jamais échangé entre les contreparties. Seuls les intérêts, habituellement calculés selon la référence LIBOR²⁸ seront payés par la contrepartie. Ce type d'ententes contractuelles engagera les parties à des échanges de flux de trésoreries pour un terme spécifique.

Total Return Equity Swaps - Les contrats d'échange d'actions à dénouement monétaire ou physique (« *total return equity swaps* ») dits « *plain vanilla* » comportent un paiement effectué par l'institution financière (« *short counterparty* ») à sa contrepartie (« *long counterparty* ») basée sur les performances économiques d'une classe d'actions de la société publique visée. La longue contrepartie reçoit donc les dividendes et profits réalisés par l'action comme s'il en était le propriétaire. La longue contrepartie quant à elle, effectuera un paiement à l'institution financière basé sur les intérêts d'un montant préalablement négocié ainsi que tout montant équivalent à la dépréciation de la classe d'actions de la société publique visée. Les tribunaux américains décrivent ce type de contrat comme tel :

“Counterparty A – the “short” party – agrees to pay Counterparty B – the “long” party – cash flows based on the performance of a defined underlying asset in exchange for payments by the long party based on the interest that accrues at a negotiated rate on an agreed principal amount (the “notional amount”). More specifically, [the long party] [...] is entitled to receive from [the short party] the sum of (1) any cash distributions, such as interest or dividend, that it would have received had it held the referenced asset, and (2) either (i) an amount equal to the market appreciation in the value of the referenced asset over the term of the swap (if the TRS is cash-settled) or, what is economically the same thing, (ii) the referenced asset in

²⁸ London Inter-Bank Offered Rate

exchange for its value on the last refixing date prior to the winding up of the transaction (if the TRS is settled in kind). [The short party] [...] is entitled to receive from [the long party] (1) an amount equal to the interest at the negotiated rate that would have been payable had it actually loaned [the short party] the notional amount²⁹, and (2) any decrease in the market value of the referenced asset³⁰.”

Ce type d'instrument dérivé assure une protection contre toutes pertes découlant de la valeur marchande des actions appariées. Toutefois, cette protection implique une renonciation à tout bénéfice pécuniaire en cas contraire. Une contrepartie demeure donc indifférente aux fluctuations des valeurs mobilières qui font l'objet d'un contrat d'échange d'actions, mais conserve toutefois les droits de vote. Une contrepartie effectuera alors un gain lors de la dépréciation du capital-actions de la société visée. Le risque est tel, que ce détenteur des droits de vote pourrait alors voter de manière à dévaloriser la société publique et ainsi réaliser son profit désiré³¹.

II. Le déraillement des principes de gouvernance d'entreprise causé par les utilisations abusives d'instruments dérivés

a) Le scindement des attributs rattachés aux actions

Tel que décrit ci-dessus, la législation de franchissement de seuil s'est largement inspirée des principes établis en vertu des lois corporatives. En effet, les règles régissant le capital-actions d'une société ont grandement influencées la détermination du propriétaire effectif des titres d'un émetteur en vertu de la législation de franchissement de seuil. Dans l'objectif de comprendre l'essentiel des perturbations occasionnées par les instruments dérivés sur le système d'alerte et de notification canadien, il demeure préférable d'examiner plus en détails ces différents principes corporatif sous-jacents.

En vertu de la législation, des statuts constitutifs ainsi que de certaines conventions particulières, une action confère à son détenteur des droits et obligations, comportant

²⁹ The notional amount typically is the value of the referenced asset at the time the transaction is agreed and may be recalculated periodically.

³⁰ *CSX Corporation v. The Children's Investment Fund Management (UK) LLP, The Children's Investment Fund Management (CAYMAN) LTD., The Children's Investment Master Fund, 3G Capital Partners LTD., 3G Capital Partners, L.P., 3G Fund, L.P., Christopher Hohn, Snehal Amin, and Alexandre Behring*, [2008] F. Supp. 2d., 511, 520.

³¹ IRRIC INSTITUTE, préc., note 9, p. 2.

diverses variations, sur la gestion et le rendement de la société qui l'émet³². Ces droits s'expriment par l'entremise d'un droit de vote, d'un droit aux dividendes déclarés ainsi qu'un droit de se partager le reliquat des biens lors de la liquidation de la société par actions³³. Les statuts constitutifs détermineront les catégories d'actions émises par l'émetteur ainsi que les droits associés à chacune de ces catégories. Ces distinctions entre catégories d'actions portant sur les droits fondamentaux des actionnaires peuvent limiter l'accès au contrôle d'un émetteur. En effet, une société détient le pouvoir d'émettre des actions subalternes réservées au grand public dans l'objectif de conserver le contrôle de la société entre les mains de certaines personnes désignées. Les investisseurs du grand public ne détiendront qu'une action ordinaire non-votante. Seuls les droits aux dividendes et au reliquat des biens leur seront transmis. De plus, un émetteur peut créer une catégorie d'actions comportant des droits de vote multiples. Les détenteurs de cette catégorie d'actions seront alors à même de conserver le pouvoir sur la gestion interne de la société sans détenir une position importante à son capital-actions³⁴. Rappelons toutefois qu'une action ne confère aucun droit de propriété sur les biens mobiliers et immobiliers de la personne morale.

(i) Le principe directeur : « one share-one vote »

Les actionnaires d'une société par actions détiennent plusieurs pouvoirs décisionnels devant être exercés par leurs droits de vote. L'issue d'un vote des actionnaires détermine ainsi de nombreuses décisions corporatives dont notamment le salaire des dirigeants et des administrateurs, l'approbation d'une offre d'acquisition, de fusion ou d'échange ainsi que l'élection du conseil d'administration³⁵. Les actionnaires ont alors un fort incitatif à tenter de maximiser leur investissement initial par un exercice du droit de vote consciencieux³⁶. Le droit de vote constitue toutefois un droit total et personnel pouvant être exercé à l'encontre des intérêts de la personne morale³⁷. En effet, tel qu'il a été décrit

³² P. MARTEL, préc., note 13, par. 12-1.

³³ *Loi sur les sociétés par actions*, préc., note 1, art. 46.

³⁴ R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 14, p. 550.

³⁵ IRRC INSTITUTE, préc., note 9, p. 6.

³⁶ *Id.*, p. 21.

³⁷ P. MARTEL, préc., note 13, par. 19-49.

dans l'arrêt de la Cour Suprême *North-West Transportation c. Beatty*³⁸ le détenteur d'une action se voit conféré la propriété du droit de vote associé ce qui lui permet ainsi de l'utiliser pour son profit personnel³⁹. Cet actionnaire détient donc les droits d'user, de jouir et de disposer librement du droit de vote dont il est propriétaire⁴⁰. Habituellement, un actionnaire possède un nombre de droits de vote équivalent au nombre d'actions détenues⁴¹ sous réserve des règles émises dans les statuts constitutifs relativement aux catégories d'actions⁴². Les auteurs Easterbrook et Fischel traduisent cette théorie comme telle:

« All common shares vote, all votes have the same weight, and no other participant in the venture votes, unless there is some express agreement to the contrary⁴³ »

En droit québécois et canadien, nous retrouvons cette présomption aux articles 47 de la *Loi sur les sociétés par actions*⁴⁴ et 140(1)⁴⁵ de la *Loi canadienne sur les sociétés par actions*⁴⁶. Ce principe suppose une indissociabilité des droits de vote du rendement pécuniaire qui en découle, soit les dividendes et le reliquat en cas de liquidation⁴⁷. L'auteur Frank Partnoy, quant à lui, décrit cette notion comme telle :

« Properly allocate(s) voting rights in ways that minimize agency costs and mimic the rules for which shareholders and other corporate constituents would contract absent transaction costs⁴⁸ ».

Le principe « *one share-one vote* » préconise l'assertion selon laquelle les actionnaires propriétaires des retombées économiques rattachées aux actions exerceront leurs droits de

³⁸ *North-West Transportation c. Beatty*, [1884] 12 R.C.S. 598.

³⁹ Cette notion ne peut toutefois s'appliquer aux administrateurs de sociétés publiques.

⁴⁰ *Code civil du Québec*, L.R.Q. c. C-1991, art. 947.

⁴¹ Tamar FRANKEL, « The new financial assets: Separating ownership from control », (2010) 33 *Seattle University Law Review* 931, 940.

⁴² P. MARTEL, préc., note 13, par. 19-51.

⁴³ Daniel R. FISCHER et Frank H. EASTERBROOK, « Voting in Corporate Law », (1983) 26-2 *Journal of Law and Economics* 395, 408.

⁴⁴ *Loi sur les sociétés par actions*, préc., note 1.

⁴⁵ *Loi canadienne sur les sociétés par actions*, préc., note 1.

⁴⁶ R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 14, par. 544.

⁴⁷ Bernard BLACK et Henry T.C. HU, « Hedge funds, insiders and the decoupling of economic and voting ownership: Empty voting and hidden (morphable ownership) », (2007) 13 *Journal of Corporate Finance* 343, 345.

⁴⁸ Frank PARTNOY et Shaun MARTIN, « Encumbered shares », (2005) 2005-3 *University of Illinois Law Review* 775, 776.

vote de manière à maximiser la valeur économique de la société visée⁴⁹. Selon les auteurs Easterbrook et Fischel⁵⁰, les actionnaires d'une société possèdent des intérêts similaires ou identiques en raison de l'homogénéité du groupe à un temps donné⁵¹ :

“The preferences of one class of participants are likely to be similar if not identical. This is true of shareholders especially, for people buy and sell in the market so that the shareholders of a given firm at a given time are a reasonably homogeneous group with respect to their desires for the firm⁵².”

Cette homogénéité s'explique par l'intérêt commun des actionnaires d'une société de réduire leurs coûts de gouvernance. En présence d'intérêts divergents, les actionnaires auront des incitatifs variables quant à la réduction de ces coûts. De plus, des actionnaires homogènes entrevoient les mêmes objectifs de développement de l'émetteur visé évitant ainsi des incertitudes quant aux prises de position de la société. Les auteurs Easterbrook et Fischel expliquent leur théorie comme telle :

“At any given time, a firm's stock will be held by active traders with fairly homogeneous expectations about the firm's performance and passive investors with no expectations at all (other than that they will receive the price set by active traders if they should sell). If holdings are widely dispersed, this process of portfolio adjustment could lead to price adjustments that are as effective in disciplining managers as the (remote) likelihood of an election contest.⁴⁸ At the same time, the homogeneity of expectations among investors would make it difficult, perhaps impossible, for a dissenting group to attract votes. Thus it would be a waste of corporate funds to subsidize election challenges⁵³.”

Certains auteurs⁵⁴ dénotent toutefois l'impertinence de ce fondement en raison du dispersement étendu des détenteurs d'actions⁵⁵. Les auteurs Adolf A. Berle et Gardiner Means soutiennent que le grand nombre d'actionnaires de sociétés publiques ne favorise pas une prise de décision efficiente et transforme les propriétaires du droit de vote en subalternes du conseil d'administration⁵⁶. Toutefois, ce courant doctrinal ne fait pas

⁴⁹ Christie FORD et Carol LIAO, « Power without property, still : Unger, Berle, and the derivatives resolution », (2010) 33-4 *Seattle University Law Review* 889, 897.

⁵⁰ Daniel R. FISCHEL et Frank H. EASTERBROOK, « Voting in Corporate Law », (1983) 26-2 *Journal of Law and Economics* 395.

⁵¹ Matthew T. BODIE et Grant M. HAYDEN, « One share, one vote and the false promise of homogeneity », (2008) 30-2 *Cardozo Law Review* 444, 499.

⁵² D. R. FISCHEL et F. H. EASTERBROOK, préc., note 43, 405.

⁵³ *Id.*, 414.

⁵⁴ Michael ZURKINDEN, « Corporate vote buying: The new separation of ownership from control », *University of Frigbourg* 2008, 4, en ligne : <file:///C:/Users/Clovis/Downloads/SSRN-id1338624.pdf>.

⁵⁵ Michael C. SCHOUTEN, « The case for mandatory ownership disclosure », (2010) 15 *Stanford Journal of Law, Business & Finance* 127, 139.

⁵⁶ Adolf A. BERLE et Gardiner C. MEANS, *The modern corporation and private property*, New York Macmillan, 1991.

nécessairement l'unanimité au sein des spécialistes qui considèrent les administrateurs plus aptes que les actionnaires à prendre des décisions rentables et informées⁵⁷. Il ne demeure pas moins que seuls les actionnaires détiennent le pouvoir de restreindre ce contrôle par différents mécanismes offerts en vertu des lois corporatives. Par exemple, il revient aux actionnaires de déterminer, par nomination, les futurs administrateurs de la société par actions. De plus, ces mêmes administrateurs encourent une responsabilité selon les critères développés par la législation et la jurisprudence⁵⁸. L'évolution du droit corporatif ainsi que des marchés financiers a pour conséquence de réduire l'intérêt descriptif et normatif de ce débat⁵⁹. L'analyse portant sur l'efficacité de l'exercice du droit de vote par les actionnaires aurait avantage à être remplacée par un questionnement portant sur l'identité du détenteur réel du droit de vote ainsi que les manipulations possibles exercées par de tels détenteurs.

(ii) *Une perturbation du principe « one share, one vote »*

Les différentes catégories d'actions émises par l'émetteur altèrent l'application exclusive du principe « *one share, one vote* ». En effet, tel que décrit ci-dessus, il est possible pour une société de créer une catégorie d'actions dont les droits de votes y sont soustraits, restreints ou, au contraire, multipliés⁶⁰. Ces variations au capital-actions d'un émetteur relève toutefois de son entière volonté et lui sont donc opposables. L'apparition des instruments dérivés est à l'origine de nouvelles perturbations au principe « *one share, one vote* ». Cependant, ces nouvelles mutations au capital-actions d'une société lui sont généralement inconnues et s'opèrent indépendamment de sa volonté. En effet, il est possible pour un investisseur de se procurer uniquement l'exposition économique (les dividendes) d'une action ordinaire votante⁶¹.

Cette fragilisation des principes de gouvernance d'entreprise, se produit principalement par la négociation sur les marchés de gré à gré de contrat d'échange d'actions à

⁵⁷ Lynn A. STOUT, « The mythical benefits of shareholder control », (2007) 93 *Virginia Law Review* 789.

⁵⁸ B. BLACK et H. T. C. HU, préc., note 6, 898.

⁵⁹ C. FORD et C. LIAO, préc., note 49, 898.

⁶⁰ R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 14, par. 550.

⁶¹ BLACK BERNARD et HU HENRI T.C., préc., note 2, 824.

dénouement exclusivement monétaire (« *total return equity swap* ») ou de contrats avec paiement sur un différentiel (« *contract for difference* »). Ce type d'ententes contractuelles permet de détenir une exposition économique sur les valeurs mobilières sous-jacentes, sans toutefois, en transférer leur propriété effective et les droits de vote s'y rattachant⁶². Conséquemment, la courte contrepartie s'identifiant principalement par les institutions financières, est donc présumée conserver les droits de vote sans toutefois bénéficier du rendement financier en découlant⁶³. En présence d'un instrument dérivé à dénouement exclusivement numéraire, la longue contrepartie n'a aucun droit de propriété sur les actifs sous-jacents. En effet, les contreparties à une telle entente sont libérées de leurs obligations contractuelles par le paiement en numéraire convenu. Toutefois, malgré cette prémisse, une longue contrepartie dispose généralement du pouvoir de se procurer *de facto* la propriété effective de ces actifs sous-jacents par la conclusion d'un avenant⁶⁴. Une telle situation de vote informel est décrite par la doctrine⁶⁵ comme étant une propriété occulte ou un « *hidden morphable ownership* ».

Le principe « *one share, one vote* » constitue une importante composante de l'identification du propriétaire effectif en vertu de la législation de franchissement de seuil. En effet, le système d'alerte et de notification canadien associe le détenteur du droit de vote et du droit d'en disposer librement au propriétaire effectif des actions d'un émetteur. Les auteurs Easterbrook et Fischel soutiennent d'ailleurs cette interprétation.⁶⁶ Ces derniers synthétisent schématiquement la répartition du droit de vote des actionnaires à travers le monde⁶⁷. Selon leurs travaux, il serait impossible pour tout actionnaire de se départir de leurs droits de vote. Pourtant, la croissance des marchés financiers a mené de nombreux investisseurs à négocier couramment des instruments dérivés permettant de séparer les droits de votes de l'exposition économique d'une action ordinaire.

⁶² Jill E. FISH, « Securities Intermediaries and the Separation of ownership from control », (2010) 33-4 *Seattle University Law Review* 877, 890.

⁶³ Richmond MATHEWS et Alon BRAV, « Empty voting and the efficiency of corporate governance », (2011) 99-2 *Journal of Financial Economics* 289, 290.

⁶⁴ BLACK BERNARD et HU HENRI T.C., préc., note 2, 836.

⁶⁵ B. BLACK et H. T. C. HU, préc., note 6, 1032.

⁶⁶ D. R. FISCHEL et F. H. EASTERBROOK, préc., note 43.

⁶⁷ Daniel R. FISCHEL et Frank H. EASTERBROOK, *The economic structure of corporate law*, Paperback, 1996.

Conséquemment, ces investisseurs échappent aux critères entraînant une obligation de divulgation. Ces innovations financières récentes ébranlent désormais, la théorie exposée par les auteurs Eaterbrook et Fischel :

“Innovations in the financial markets over the last 30 years have created the possibility, and in fact, the reality, that the link can be severed between share ownership and one’s economic interest, which leads to an incentive to maximize the value of a corporation and its shares. Indeed, capital markets today make it easy to divorce share ownership, and the associated voting rights, from any proportionate economic interest in the value of the corporation’s shares. This separation can be caused by a multitude of transaction in the form of equity swpa, forwards, futures, puts or call, all of which call into question the fundamental assumption of “one share, one vote”⁶⁸.”

Ces transactions n’entraînent généralement pas de conséquence négative pour la société par actions. En effet, ces opérations sont habituellement négociées dans l’objectif de bénéficier de l’effet de couverture ou afin de spéculer sur la fluctuation des prix. Toutefois, certains intervenants des marchés de gré à gré, généralement représentés par des fonds de gestion alternative, ont fait preuve d’ingéniosité afin de se soustraire volontairement aux obligations de divulgation édictées en vertu de la législation de franchissement de seuil. De telles transactions sont négociées dans l’objectif d’acquérir discrètement une participation significative dans une société publique. Ces stratégies financières sont scrupuleusement observées par les différentes autorités législatives.

Le scindement des attributs rattachés aux actions ne représente toutefois pas une pratique inédite. Les administrateurs et dirigeants d’une société par actions se sont eux-mêmes prêtés à de telles pratiques. En effet, ces derniers ont fait appel aux instruments dérivés afin de s’immuniser contre les pertes pécuniaires résultant de leur gestion de la société par actions tout en conservant leur pouvoir décisionnel en entier⁶⁹. Les « *zero-cost collar* »⁷⁰ atteignent cet objectif tout en procurant divers bénéfices à leurs détenteurs. En effet, ces instruments dérivés permettent d’éviter : (i) le déclenchement d’obligation de divulgation en vertu de la législation de franchissement de seuil, (ii) l’imposition d’un

⁶⁸ EUROPEAN COMMISSION, *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the council amending Directive 2004/109/EX on the harmonization of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and Commission Directive 2007/14/EC*, 2011/0307 (COD, Brussels, 2011, en ligne : <<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52011PC0683&from=EN>>.

⁶⁹ Bernard BLACK et Henry T.C. HU, « Equity and debt decoupling and empty voting II: Importance and exclusions », (2008) 156-3 *University of Pennsylvania Law Review* 625, 652.

⁷⁰ BLACK BERNARD et HU HENRI T.C., préc., note 2, 831.

lourd fardeau fiscal, et (iii) la cession de leurs actions. Le « *zero-cost collar* » implique l'achat d'un « *put option* » simultanément à la vente d'un « *call option* ». De cette manière, les administrateurs et dirigeants d'une société par actions transfèrent rapidement leur exposition économique à leur contrepartie tout en conservant le contrôle et la détention de leurs droits de vote⁷¹. L'apparition de telles stratégies a toutefois grandement inquiété les autorités de surveillance de plusieurs juridictions, menant à certaines réformes des systèmes d'alerte en vigueur. Par exemple, en 2003, le législateur de Hong Kong a procédé à un élargissement du champ d'application de leurs obligations de divulgation afin d'encadrer de telles pratiques utilisées par les administrateurs et dirigeants de sociétés publiques⁷².

(iii) *Les conséquences au scindement des attributs rattachés aux actions*

Les auteurs Adolf A. Berle et Gardiner Means ont souligné les effets néfastes que pourraient occasionnés un scindement des attributs rattachés aux actions d'un émetteur. En effet, ce fractionnement peut causer une vulnérabilité des investisseurs en raison de l'absence de la transmission de toute l'information disponible sur les marchés financiers⁷³. Ces difficultés exprimées par différents intervenants s'expliquent par : (i) un manque au niveau du temps et de l'énergie nécessaires à une prise de décision éclairée des actionnaires; (ii) la détention de bénéfices liée à la propriété occulte au détriment des autres actionnaires⁷⁴. Tel qu'énoncé dans leur ouvrage *The modern corporation and private property*⁷⁵ :

“It has been assumed that, if the individual is protected in the right both to use his own property as he sees fit and to receive the full fruits of its use, his desire for personal gain, for profit, can be relied upon as an effective incentive to his efficient use of any industrial property he may possess. [...] Those who control the destinies of the typical modern corporation own so insignificant a fraction of the company' stock that the returns from running the corporation profitably accrue to them in only a very minor degree. The stockholders, on the other hand, to whom the profits of the corporation go, cannot be motivated by those profits to a more efficient use of the property, since they have surrendered all disposition of it to those in control of the enterprise. The explosion of the atom or property destroys the basis of the old assumption

⁷¹ B. BLACK et H. T. C. HU, préc., note 47, 352.

⁷² *Id.*

⁷³ J. E. FISH, préc., note 62, 890.

⁷⁴ Jonathan COHEN, « Negative voting: why it destroys shareholder value and a proposal to prevent it », (2008) 45-1 *Harvard Journal on Legislation* 237, 239.

⁷⁵ A. A. BERLE et G. C. MEANS, préc., note 56.

that the quest for profits will spur the owner of industrial property to its effective use. [...] Those with disproportionate voting power will not receive shares of the residual gains or losses from new endeavors and arrangements commensurate with their control; as a result, they will not make optimal decisions⁷⁶.”

Quelques auteurs ont partagé des préoccupations semblables⁷⁷. Toutefois, d'autres opinent dans le sens contraire en affirmant que cette division pourrait s'avérer bénéfique à la mise à profit des sociétés publiques⁷⁸. Il demeure tout de même que confrontée à cette nouvelle réalité, la communauté juridique a désormais l'obligation de se questionner quant à l'efficacité du système d'alerte et de notification, et s'il y a lieu, de proposer des solutions assurant une transparence des marchés financiers sans y entraver la libre négociation d'instruments dérivés⁷⁹.

III. Les faits concrets : la propriété occulte sous l'œil des tribunaux

La détention d'actions par une propriété occulte orchestrée l'entremise d'instruments dérivés conserve habituellement un caractère privé. Conséquemment, très peu de recours judiciaires ont été entrepris contre ces activistes actionnaires. Certaines instances judiciaires ont toutefois eu l'opportunité de se prononcer sur la légitimité d'une prise de contrôle rampante et/ou d'une course aux procurations. Des opinions diamétralement opposées en ressortent; certains tribunaux font preuve d'ingéniosité afin de statuer sur l'illégalité de tels stratagèmes tandis que d'autres n'entrevoient aucune infraction aux divers systèmes d'alerte et de notification applicables. Par contre, tous exposent des motifs distincts supportés par une application divergente des notions de « propriété effective » et d'« agissement concerté », compte tenu des adaptations législatives nécessaires.

Le système d'alerte et de notification canadien et québécois est prévu, à la *Loi sur les valeurs mobilières*, au *Règlement 62-103 sur le système d'alerte et questions connexes touchant les offres publiques et les déclarations d'initiés*⁸⁰ ainsi qu'au *Règlement 62-104*

⁷⁶ D. R. FISCHER et F. H. EASTERBROOK, préc., note 67, p. 477.

⁷⁷ Harold J. LASKIN, « A grammar of politics », *New Haven: Yale University Press* [1929] 477-478.

⁷⁸ C. FORD et C. LIAO, préc., note 49, 901.

⁷⁹ T. FRANKEL, préc., note 41, 933.

⁸⁰ *Règlement 62-103 sur le système d'alerte et questions connexes touchant les offres publiques et les déclarations d'initiés*, L.R.Q., c V-1.1, r 34, en ligne :

sur les offres publiques d'achat et de rachat⁸¹. Cette réglementation prévoit que tout investisseur, administrateur et initié atteignant un seuil de participation équivalent ou supérieure à 10% du capital-actions d'un émetteur, a dès lors une obligation de divulguer une telle information au public. Ces obligations de notifications permettent à l'émetteur et ses actionnaires d'être en possession de toutes informations matérielles nécessaires à leurs décisions corporatives ou d'investissement. Notamment, l'identité d'un actionnaire détenant le pouvoir d'influer sur l'issue des décisions actionnariales ainsi qu'une prise de contrôle éventuelle d'un émetteur constituent de telles informations matérielles. Le système d'alerte et de notification canadien et québécois sera ultérieurement expliqué en détails⁸².

L'ensemble de ces décisions judiciaires permettront d'identifier, s'il y a lieu, les lacunes au système d'alerte et de notification canadien, en présence d'une utilisation potentielle abusive d'instruments dérivés. En effet, plusieurs similitudes entre les différentes juridictions permettent d'entrevoir l'éventuelle direction que pourrait envisager les tribunaux canadiens se retrouvant dans la même position. De plus, l'interprétation de ces jugements indiquera s'il est nécessaire pour les autorités législatives d'intervenir afin d'amender la législation de franchissement de seuil en vigueur.

a) Un actionnaire détenant une propriétaire occulte a-t-il agi de concert afin de contourner la législation de franchissement de seuil en vigueur?

(i) De concert avec sa contrepartie?

Les institutions financières ont-elles agies de concert avec leur contrepartie à un contrat d'échange d'actions à dénouement exclusivement numéraire dans l'objectif d'entamer

<<https://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/valeurs-mobilieres/62-103/2010-04-30/2010avril30-62-103-vadmin-fr.pdf>>.

⁸¹ *Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat, RLRQ*, R.L.R.Q., c V-1.1, r 35, en ligne : <<https://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/valeurs-mobilieres/62-104/2011-01-01/2011jan01-62-104-vadmin-fr.pdf>>.

⁸² Partie II 1. a) de la présente recherche.

une prise de contrôle rampante? La législation de franchissement de seuil inclut d'ailleurs l'imputabilité des actions détenues de concert avec un acquéreur dans le calcul des seuils de participations. Cette notion a récemment été décrite par un juge albertain. Son jugement réitère l'idée selon laquelle les agissements « de concert » doivent inclure toute situation d'ambiguïté et ne se circonscrivent pas uniquement aux offres publiques d'achat, mais à toutes acquisitions abstraction faite des intentions d'un acquéreur⁸³. Compte tenu de ces éléments, certains faits avérés portent à croire que pour des raisons économiques, certaines banques joueraient un rôle de second plan dans le cadre d'une prise de contrôle rampante.

Tout d'abord, il existe une forte probabilité que les institutions financières détiennent les actions appariées d'un contrat d'échange d'actions à dénouement exclusivement monétaire. Cette détention s'explique en raison de la liquidité restreinte des titres d'un émetteur sur les marchés financiers. Les pertes significatives envisagées par l'élément spéculatif des instruments dérivés forcent de nombreuses institutions financières à se procurer ces titres assimilés. D'ailleurs, il est statistiquement démontré qu'il est plus avantageux pour ces dernières de supporter les coûts associés à une telle acquisition plutôt que d'assumer les risques liés aux fluctuations de la juste valeur marchande des titres sur les marchés boursiers. Toutefois, cette méthode, bien qu'elle soit la favorite de nombreuses banques, n'est pas exclusive⁸⁴.

En second lieu, les institutions financières désirent conserver une relation à long terme avec leurs contreparties ce qui pourrait expliquer ces agissements concertés entre ces dernières⁸⁵. Certaines banques exerceront leurs droits de vote sur les actions assimilées conformément aux indications exprimées par leurs contreparties dans l'objectif de fidéliser leur clientèle. Cette pratique est d'ailleurs confirmée par de nombreux organismes de surveillance lors de consultations portant sur la négociation d'instruments

⁸³ *Genesis Land Development Corp. v Smoothwater Capital Corporation*, [2013] ABQB 509, par. 15.

⁸⁴ Daniel BERTACCINI, « To disclose or not to disclose? CSX Corp., Total return swaps, and their implications for schedule 13(d) filing purposes », (2009) 31 *Cordozo Law Review* 267, 277.

⁸⁵ B. BLACK et H. T. C. HU, préc., note 69, 643.

dérivés sur les marchés de gré à gré⁸⁶. Toutefois, cette pratique populaire comporte plusieurs exceptions en raison des directives internes rédigées par les institutions financières afin d'émettre des lignes directrices sur l'acquisition de valeurs mobilières et de l'exercice du droit de vote afférent. D'ailleurs, selon ces directives internes, une grande majorité de banques se procureront des actifs sous-jacents par l'entremise d'un portefeuille diversifié assujéti à un exercice du droit de vote contrôlé⁸⁷. De plus, dans le but de faire fructifier leur portefeuille, les institutions financières utiliseront la plupart de leurs actifs assimilés sur le marché interbancaire, pour des opérations internes ou pour une utilisation à titre de collatéral⁸⁸. Finalement, de nombreuses institutions financières implantent des politiques serrées empêchant des fluctuations de la juste valeur marchande du capital-actions d'un émetteur au moment de leurs reventes. Ces pratiques internes vont alors à l'encontre des garanties implicites préconisant une disponibilité des titres assimilée au terme du contrat d'échange d'actions à dénouement exclusivement numéraire⁸⁹. Toutefois, l'ensemble de ces politiques et directives demeurent sujet à la volonté des institutions financières. Il demeure donc possible que ces dernières privilégient leur relation commerciale établie avec leurs contreparties⁹⁰.

En dernier lieu, au moment du dénouement d'un instrument dérivé, les banques tenteront par tout moyen de se départir de leurs actifs sous-jacents. Deux options s'offrent alors à elles : (i) la vente des actifs sous-jacents à leur contrepartie; ou (ii) la vente aux investisseurs s'en portant acquéreurs sur les marchés boursiers. La demande des contreparties de conclure un avenant prévoyant une livraison physique des actions, simplifie la tâche des institutions financières, qui n'auront plus à supporter les pertes pouvant survenir sur les marchés boursiers. Ces différents motifs ont mené la magistrature à s'interroger sur la responsabilité concertée des institutions financières et des fonds de gestion alternative lors d'une prise de contrôle rampante.

⁸⁶ Dan WREY, « The FSA, Integrated regulation and the curious case of OTC derivatives », (2010) 13 *University of Pennsylvania Law Review*, 9.

⁸⁷ Maiju KETTUNEN et Wolf-Georg RINGE, « Disclosure regulation of cash-settled equity derivatives : An intentions-based approach », (2012) 2 *Lloyd's Maritime & Commercial Law Quarterly* 227, 237.

⁸⁸ Sean M. DONAHUE, « Lessons learned from CSX Corp. v. Children's Investment Fund Management and proposals for reform », (2010) 4-2 *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Corporate Law* 221, 237.

⁸⁹ M. KETTUNEN et W.-G. RINGE, préc., note 87, 238.

⁹⁰ S. M. DONAHUE, préc., note 88, 237.

(ii) *Un arrangement entre les contreparties?*

La première instance judiciaire⁹¹ à s'être penchée sur la légitimité d'une prise de contrôle rampante a refusé d'admettre une quelconque violation du fond de gestion alternative détenant une propriété occulte en vertu de la législation de franchissement de seuil applicable. Cette première illustration publique s'est déroulée en Nouvelle-Zélande.

Le fond de gestion alternative Perry Corporation, important actionnaire de la société publique Rubicon Ltd., s'est départi d'un bon nombre de ses actions au cours de la saison estivale de 2001. Cette vente s'opérait principalement entre Perry Corporation et deux institutions financières. Le fond de gestion alternative exigeait, simultanément aux ventes, la conclusion d'un contrat d'échanges d'actions à dénouement exclusivement numéraire portant sur ces mêmes actifs. Perry Corporation a mis fin à de telles ententes au cours du mois de juillet 2002. Une livraison physique fut alors négociée pour une participation totale équivalente à 19,87% du capital-actions de Rubicon Ltd. Guinness Peat Group et Ithaca (Custodians) Ltd s'opposèrent alors à l'exercice du droit de vote du fond de gestion alternative sur ces actifs. Leur recours repose principalement sur une violation de Perry Corporation, des dispositions du *Securities Markets Act 1988*⁹², imposant diverses obligations de divulgation à tout actionnaire d'une société cotée en bourse.

En vertu du *Securities Markets Act 1988*⁹³, tout actionnaire détenant un intérêt pertinent (« *relevant interest* ») sur les droits de vote d'une société publique équivalent ou supérieur à 5% doit notifier toute modification, à la hausse ou à la baisse, excédant 1% du capital-actions de l'émetteur. Le législateur néo-zélandais propose une large définition du terme « *relevant interest* » afin d'y inclure tout arrangement ou entente, dont les termes et conditions confèrent le pouvoir à une partie d'acquiescer à tout moment, les actions d'un

⁹¹ *Ithaca (Custodians) Ltd. v. Perry Corporation*, [2003] 2 N.Z.L.R. 216.

⁹² *Securities Market Act 1988*, no. 234, en ligne :

<<http://www.legislation.govt.nz/act/public/1988/0234/latest/whole.html#DLM139727>>.

⁹³ *Id.*

émetteur. La question était donc de déterminer si les contrats d'échange d'actions à dénouement exclusivement numéraire concluent entre Perry Corporation et les institutions financières constituaient un arrangement ou une entente menant forcément à une livraison physique des actifs appariés. Le 14 mai 2003, le juge Potter de première instance concluait à la présence d'un tel arrangement. Perry Corporation porta cette décision en appel⁹⁴.

Selon l'avis de la cour d'appel, la présence d'une négociation entre les contreparties à un instrument dérivé portant sur les termes relatifs à une livraison physique des actions comportant droit de vote de Rubicon Ltd, est suffisante pour justifier la présence d'un intérêt pertinent. Le tribunal néo-zélandais s'est donc penché sur les probabilités pour les institutions financières de détenir de tels actifs sous-jacents menant à une livraison postérieure lors du dénouement du contrat d'échange d'actions.

Dans l'objectif de se prémunir contre les risques spéculatifs associés aux instruments dérivés, les institutions financières effectuent, pour la plupart, des opérations de couverture consistant en l'acquisition des actifs sous-jacents. Toutefois, bien qu'il s'agisse d'une méthode répandue, cette détention ne représente pas le seul moyen statique mis à la disposition d'une institution financière. Le tribunal néo-zélandais souligne que malgré ces activités de couverture, la réalisation de gains pécuniaires demeure le principal incitatif des institutions financières à conclure de telles ententes contractuelles. De plus, s'il advient pour ces dernières de détenir effectivement ces actifs appariés, bons nombre d'entre elles effectueront alors des opérations de prêts ou de collatéral afin d'en retirer un bénéfice monétaire. Malgré ces faits, le tribunal d'appel souligne que pour plusieurs motifs commerciaux, les fonds de gestion alternative conservent une forte probabilité d'obtenir une livraison physique des actifs assimilés, si tel est leur désir. Le tribunal néo-zélandais justifie cette position par l'importance que revête pour les institutions financières de préserver une relation d'affaires avec leurs contreparties ainsi que la diminution des coûts d'opérations et des risques associés aux instruments dérivés.

⁹⁴ *Ithaca (Custodians) Ltd. v. Perry Corporation*, [2004] 2 N.Z.L.R. 182.

Ces motifs contraignent les institutions financières à aisément conclure un avenant dédié à une livraison physique des actifs sous-jacents avec leurs contreparties.

Suite à ces conclusions, la cour d'appel s'est prêtés à la réalisation d'une analyse portant sur les transactions effectuées sur les marchés de gré à gré. Ce type d'opération suggère plutôt que la grande majorité des contrats d'échanges d'actions se dénouent par un paiement en numéraires. Il en résulte, pour le tribunal néo-zélandais, que de conclure à une détention d'un intérêt pertinent pour tous instruments dérivés mènerait assurément à une grande incertitude sur les marchés de gré à gré. Malgré cette forte expectative pour Perry Corporation d'obtenir la livraison physique des actifs appariés, la cour d'appel ne peut statuer en la présence d'un arrangement procurant à la longue contrepartie un intérêt pertinent sur le capital-actions d'un émetteur. Le tribunal néo-zélandais ajoute finalement que de l'ensemble des témoignages, le fonds de gestion alternative ne détenait aucun pouvoir de direction sur les méthodes de couverture employées par les institutions financières. Conséquemment, le tribunal d'appel renversa le jugement de première instance en déclarant qu'aucune infraction en vertu du *Securities Markets Act 1988*⁹⁵ n'avait été commise par Perry Corporation.

Les banques canadiennes se prêtent à de semblables transactions sur instruments dérivés avec leur clientèle. Cette décision permet ainsi d'envisager la position des tribunaux québécois en vertu de l'article 115 de la *Loi sur les valeurs mobilières*⁹⁶. Cette disposition se lit comme suit :

« La personne qui, du fait de l'acquisition même indirecte de la propriété ou du contrôle de titres de l'émetteur assujetti d'une catégorie ou d'un type prévus par règlement ou d'une emprise sur ces titres, vient à détenir, avec toute autre personne agissant de concert, le pourcentage prévu par règlement de titres en circulation de la catégorie ou du type visés doit, avec cette autre personne, publier et déposer l'information conformément aux conditions et modalités déterminées par règlement et respecter les interdictions d'opérations déterminées par règlement sur les titres de l'émetteur assujetti. »

Il est probable que cette disposition à elle seule ne suffira pas à envisager le déclenchement d'une obligation de divulgation de concert avec une institution financière

⁹⁵ *Securities Market Act 1988*, préc., note 92.

⁹⁶ *Loi sur les valeurs mobilières*, préc., note 5.

canadienne. Les similitudes avec la législation néo-zélandaise permettent ainsi d'appréhender la position de la magistrature québécoise.

(iii) *Une détention forcée?*

Un scénario semblable s'est produit en Australie. Le 23 février 2005, la société minière Centennial Coal Company Limited (ci-après « Centennial ») lançait une offre publique d'échange pour l'acquisition d'un de ses concurrents, la société publique Austral Coal Limited (ci-après « Austral »). Le 24 avril 2005, Centennial annonçait publiquement détenir une participation au capital-actions de la société Austral équivalente à 82,4%.

Un fond de gestion alternative d'envergure internationale, Glencore International AG (ci-après « Glencore »), détenait au moment des événements, 4,99% du capital-actions d'Austral. Durant une période s'écoulant entre le 18 mars et le 4 avril 2005, Glencore négocia plusieurs contrats d'échange d'actions à dénouement exclusivement numéraire. L'ensemble des cinq institutions financières ayant conclu ces ententes opérait leurs activités de couverture par une acquisition des actifs sous-jacents correspondant à 7,4% du capital-actions d'Austral. Le fond de gestion alternative effectuait sa première notification publique relative à ces instruments dérivés le 4 avril 2005. Centennial déposa un recours devant l'autorité réglementaire australienne le 3 juin 2005. La société minière alléguait que Glencore avait failli à ses obligations de divulgation en vertu du Chapitre 6 du *Corporations Act 2001 (Cth)*⁹⁷.

Le 14 novembre 2005, le « *Takeovers Panel* » donnait raison à Centennial en déclarant que les transactions effectuées par Glencore constituaient des opérations inacceptables⁹⁸. De l'avis de l'autorité de surveillance, le pouvoir d'achat *de facto* détenu par le fond de gestion alternative sur les actions appariées était largement suffisant afin d'imposer le respect du système d'alerte et de notification australien. En effet, selon le « *Takeovers Panel* », les institutions financières ne disposaient d'aucun autre moyen que la détention

⁹⁷ *Commonwealth of Australia consolidated Acts, Corporations Act 2001 (Cth)*, en ligne : http://www.austlii.edu.au/au/legis/cth/consol_act/ca2001172/.

⁹⁸ *Austral Coal Limited 02 (RR) v. Glencore International AG*, [2005] ATP 20, en ligne : http://www.takeovers.gov.au/content/DisplayDoc.aspx?doc=reasons_for_decisions/2005/020.htm&pageID=&Year=2005.

des titres afin de se prémunir contre les risques potentiels associés aux instruments dérivés. La nette influence exercée par Glencore sur ses contreparties prévenait ces dernières de disposer librement des actifs sous-jacents à des tiers. Tel qu'énoncé par l'autorité réglementaire australienne : «Glencore was in a position to maintain a block of shares with an identifiable effect on a transfer of control. ». Ce manquement de Glencore aurait entaché de vices l'offre publique d'échange ainsi que les autres opérations sur le capital-actions de l'émetteur effectuées par tous actionnaires de Centennial. Cette décision de l'autorité administrative fut portée en appel devant la Cour Fédérale d'Australie.

La législation australienne est assez semblable aux normes établies par la Nouvelle-Zélande. Notamment, elle interdit à toute personne d'acquérir un intérêt pertinent (« *relevant interest* »), si en raison de cette transaction, cette personne ou un tiers détient une participation dans un émetteur par l'entremise de droits de vote : (i) de plus de 20% si la position antérieure était équivalente ou inférieure à 20%; ou (ii) si la position se situe entre 20% et 90%. Deux situations sont couvertes par la définition de « *relevant interest* », soit une détention ou un contrôle sur l'exercice des droits de vote ou du droit d'en disposer librement⁹⁹. Un actionnaire détenant de tels éléments dans une proportion équivalente ou supérieure à 5% sera considéré posséder un intérêt pertinent. Finalement, le *Corporation Act 2001*¹⁰⁰ prévoit un grand pouvoir de direction à l'autorité réglementaire australienne en lui permettant d'évaluer des faits et de les déclarer inacceptables dans certaines circonstances. En effet, tel que décrit par le "*Takeovers Panel*":

"Pursuant to s 657A(2), the Panel may only declare circumstances to be unacceptable circumstances if it appears to the Panel, relevantly, that the circumstances are unacceptable having regard to the effect of the circumstances on the acquisition, or proposed acquisition, by a person of a substantial interest in the company or another company or on the control or potential control of the company¹⁰¹".

Le tribunal australien constate que malgré les opérations de couverture effectuées par les institutions financières, ces dernières conservent la pleine liberté d'effectuer d'autres

⁹⁹ *Commonwealth of Australia consolidated Acts*, préc., note 97, art. 608.

¹⁰⁰ *Commonwealth of Australia consolidated Acts*, préc., note 97.

¹⁰¹ *Glencore* [2005] 220 ALR 495, par. 6, en ligne:
<<https://jade.barnet.com.au/Jade.html#!article=111285>>.

transactions sur leurs actions appariées dans l'objectif de cumuler des gains additionnels. En aucun cas le fond de gestion alternative ne pouvait certifier qu'il obtiendrait la livraison physique des actifs sous-jacents par ses contreparties, et ce, malgré une détention effective des actifs par ces dernières. Tel que prononcé par le tribunal australien :

« A substantial interest involves something more than being in a position to release an entity from a contingent contractual obligation simply because that entity has protected itself from exposure to that contingent contractual obligation by acquiring shares in a company, being shares that it has no obligation to acquire and that it has no obligation to retain¹⁰². ».

Le tribunal¹⁰³ est d'avis que la décision de l'autorité réglementaire australienne est teintée de jugements spéculatifs ne pouvant justifier une telle conclusion. Le « *Takeovers Panel* » ne peut envisager de manière raisonnable ce qui serait arrivé, si les faits en l'espèce avaient été différents. Selon le tribunal australien, il s'agit d'une erreur de droit. La Cour Fédérale conclut donc ainsi :

« I consider that the Panel erred in concluding that the relationship between Glencore on the one hand and the Banks on the other, by reason of the swaps, was such that the Shares in the company held by the Banks should be taken into account in determining whether Glencore had acquired or was acquiring a substantial interest in the Company. I also consider that the Panel erred in concluding that circumstances consisting of the non-disclosure, during the Non-disclosure Period, of the swaps and the relevant interest held by Glencore had an effect on the control or potential control of the Company, or on the acquisition by Centennial of a substantial interest in the Company, that was unacceptable¹⁰⁴. ».

Il en résulte que malgré la possibilité pour les fonds de gestion alternative de conclure un avenant aux contrats d'échange d'actions à dénouement exclusivement monétaire afin d'assurer une livraison physique des actifs assimilés, la magistrature semble nier toute responsabilité concertée des institutions financières.

L'article 90 de la *Loi sur les valeurs mobilières*¹⁰⁵ comporte une définition similaire à celle de l'Australie concernant « l'emprise » qui peut être exercée par un actionnaire sur les droits de vote d'une société par actions. En vertu de cet article, la personne qui est propriétaire ou qui exerce un contrôle sur les titres d'un émetteur est soumise à une

¹⁰² *Austral Coal Limited 02 (RR) v. Glencore International AG*, préc., note 98, par. 6.

¹⁰³ *Glencore International AG v. Takeovers Panel*, [2006] FCA 274, en ligne : http://www.austlii.edu.au/au/cases/cth/federal_ct/2006/274.html *Glencore International AG v. Takeovers Panel* (2006) FCA 274. http://www.austlii.edu.au/au/cases/cth/federal_ct/2006/274.html.

¹⁰⁴ *Id.*, par. 36.

¹⁰⁵ *Loi sur les valeurs mobilières*, préc., note 5.

obligation de divulgation lorsque le seuil de 10% est atteint. Encore une fois, les tribunaux canadiens adopteront probablement une position identique à celle de la magistrature australienne. En effet, il sera difficile pour la magistrature canadienne de déclarer qu'une contrepartie à un instrument dérivé exerce un contrôle sur les institutions financières afin de conclure un avenant leur assurant une livraison physique des titres assimilés.

b) Un actionnaire détenant une propriété occulte est-il reconnu par les tribunaux posséder une propriété effective des actions appariées?

Une différente approche a été préconisée par la magistrature américaine, allemande et canadienne. Ces tribunaux ont principalement axé leur analyse sur la possibilité d'assimiler les actifs sous-jacents relevant des instruments dérivés à une propriété effective (« *beneficial ownership* »). Ce terme juridique qualifie le véritable propriétaire des titres d'un émetteur en raison de la détention de certains droits dévolus aux actionnaires : (i) le droit de vote; et (ii) le droit de disposer librement de ses actions¹⁰⁶.

(i) En vertu de la loi américaine

Les fonds de gestion alternative Children's Fund Management (ci-après « Children's Fund ») et 3G Fund L.P. (ci-après « 3G ») entrevoyaient une excellente opportunité d'investissement sur la société ferroviaire CSX Corporation. Toutefois, plusieurs divergences d'opinions quant à certaines décisions d'affaires opposaient ces entités. Afin de rallier l'entreprise ferroviaire aux points de vue exprimés par les fonds de gestion alternative, ces derniers ont élaboré un stratagème dans l'objectif d'élire cinq nouveaux dirigeants (sur douze) de la société CSX Corporation. De plus, les fonds de gestion alternative désiraient amender les statuts constitutifs de CSX Corporation afin de permettre la convocation d'une assemblée extraordinaire des actionnaires pour toute question relevant du champ d'application de la loi, par tout actionnaire détenant une position du capital-actions équivalente ou supérieure à 15%. Children's Fund et 3G ont

¹⁰⁶ *Securities Exchange Act of 1934*, 17 C.F.R., part. 240, art. 13d-3.

alors envisagé une course aux procurations afin de parvenir à leurs fins. Pour assurer leurs chances de succès, les fonds de gestion alternative ont tenté de dissimuler leur participation respective au capital-actions de CSX Corporation par l'entremise d'instruments dérivés. Un recours fut déposé à la Cour du district de New York¹⁰⁷ afin d'empêcher Children's Fund et 3G d'exercer leurs droits de vote à l'assemblée annuelle des actionnaires pour défaut de se conformer à leurs obligations de divulgation en vertu de l'article 13d) du *Williams Act*¹⁰⁸.

L'investissement de Children's Fund envers CSX Corporation a débuté en octobre 2006. Le fond de gestion alternative a conclu dix-sept contrats d'échange d'actions à dénouement numéraire avec huit différentes institutions financières. Ces ententes comportaient une clause accordant à Children's Fund une option d'achat sur les actifs sous-jacents. En mars 2007, Children's Fund avait alors la possibilité d'acquérir 14.1% du capital-actions de CSX Corporation. Le fond de gestion alternative a alors tenté à plusieurs reprises d'entrer en contact avec le conseil d'administration ainsi que les dirigeants de l'entreprise ferroviaire, qui sont demeurées toutefois infructueuses. Ces tentatives de communications avaient pour objectif d'apporter certaines critiques aux pratiques commerciales en vigueur. Elles étaient de plus, de nature informelle, afin de leur communiquer le pouvoir d'achat détenu sur le capital-actions de leur société publique. Afin de sécuriser ses positions pour une éventuelle course aux procurations, Children's Fund débuta alors une acquisition des titres de la société ferroviaire directement sur les marchés boursiers ainsi que par le dénouement physique de certaines de ses ententes d'échange d'actions conclues avec les institutions financières. Malgré diverses annonces publiques expliquant les intentions du fond de gestion alternative, CSX Corporation demeurait inactif et refusait tout contact avec Children's Fund. En octobre 2007, le fond de gestion alternative concentra ses positions économiques auprès de deux institutions financières; Deutsche Bank et Citigroup.

¹⁰⁷ *CSX Corporation v. The Children's Investment Fund Management (UK) LLP, The Children's Investment Fund Management (CAYMAN) LTD., The Children's Investment Master Fund, 3G Capital Partners LTD., 3G Capital Partners, L.P., 3G Fund, L.P., Christopher Hohn, Snehal Amin, and Alexandre Behring*, préc., note 30.

¹⁰⁸ *Public Law 90-439*, (1968) U.S.C.A., 78a et seq. [*Williams Act*].

L'intérêt de 3G envers CSX Corporation ne débuta qu'au début de l'année 2007. Selon l'opinion de 3G, CSX Corporation semblait la meilleure opportunité d'investissement en raison de : (i) la forte probabilité que la valeur marchande de son capital-actions augmente; (ii) la grande partie des ententes contractuelles conclues avec le gouvernement qui étaient sujettes à une nouvelle appréciation de prix; et (iii) la possibilité d'améliorer certaines opérations afin de les rendre plus rentables. En février 2007, 3G débuta une acquisition de 4,4% des valeurs mobilières de CSX Corporation sur les marchés boursiers. Toutefois, entre le 24 août et le 14 septembre 2007, 3G se départit de plus de 40% de ses valeurs mobilières. Ce n'est qu'en octobre 2007, que 3G reprit une position significative dans la société ferroviaire. En décembre 2007, postérieurement à plusieurs discussions tenues entre les deux fonds de gestion alternative, ces derniers déposèrent un Schedule 13D¹⁰⁹ afin de dévoiler leur intention d'entamer une bataille par procurations. Leur déclaration comportait un énoncé relativement aux positions économiques détenues par l'entremise de contrats d'échange d'actions à dénouement exclusivement numéraire. Toutefois, les deux entités affirmaient ne détenir aucune propriété effective des actifs sous-jacents découlant de ces ententes. En janvier 2008, un avis fut déposé à la société ferroviaire afin de divulguer leurs intentions de nommer de nouveaux dirigeants présélectionnés.

La Cour du district de New York¹¹⁰ devait alors statuer sur deux principales questions : (i) est-ce que Children's Fund détient un « *beneficial ownership* » sur les actions appariées découlant des contrats d'échange d'actions à dénouement exclusivement monétaire; et (ii) est-ce que 3G et Children's Fund ont agi de concert afin de cumuler une participation dans le capital-actions de CSX Corporation?

La législation de franchissement de seuil américaine fonde le déclenchement de ses obligations de divulgation sur le cumul de la propriété effective des actions d'une société cotée en bourse (« *beneficial ownership* »). Une des principales considérations du

¹⁰⁹ *Securities Exchange Act of 1934*, préc., note 106, art. 12.

¹¹⁰ *CSX Corporation v. The Children's Investment Fund Management (UK) LLP, The Children's Investment Fund Management (CAYMAN) LTD., The Children's Investment Master Fund, 3G Capital Partners LTD., 3G Capital Partners, L.P., 3G Fund, L.P., Christopher Hohn, Snehal Amin, and Alexandre Behring*, préc., note 30.

législateur américain lors de l'adoption du *Williams Act*¹¹¹ consistait à ne pas favoriser arbitrairement les investisseurs ou les émetteurs en leur attribuant injustement des armes pour contrer les intentions de l'autre partie¹¹². En effet, tel qu'indiqué par les tribunaux :

«The William Act was intended not only to prevent secret accumulation and undisclosed group activities with respect to the stock of public companies, but to do so without « tripping the balance of regulation either in favor of management or in favour of the person making the takeover bid¹¹³».

La législation américaine est rédigée de manière à permettre une interprétation large et libérale afin de capturer l'ensemble des situations évoluant sur les marchés boursiers¹¹⁴. Il relève toutefois de la responsabilité du *Securities and Exchange Commission* d'apporter une définition de cette notion. La règle 13d-3(a)¹¹⁵ fournit cette clarification en spécifiant que seul le propriétaire du droit de vote des actions et/ou du droit d'en disposer est visé par les obligations de divulgation prévues aux articles 13d) et 13g)¹¹⁶. Cette règle se lit comme suit:

« For the purpose of section 13(d) and 13(g) of the Act a beneficial owner of a security includes any person who, directly or indirectly, through any contract, arrangement, understanding, relationship, or otherwise has or shares : (1) Voting power which includes the power to vote, or to direct the voting of such security; and/or (2) Investment power to dispose, or to direct the disposition of, such security ».

L'entité de surveillance américaine déclara ce qui suit lors de l'adoption de cette définition : « [to ensure disclosure] from all those persons who have the ability to change or influence control¹¹⁷ ». Le *Securities and Exchange Commission* ne désire pas se restreindre à la simple détention légale des actions d'un émetteur¹¹⁸. C'est pourquoi la règle 13d-3(b)¹¹⁹ a été adoptée dans l'unique objectif¹²⁰ d'éliminer toute possibilité de

¹¹¹ *Williams Act*, préc., note 108.

¹¹² COLOMBO RONALD J., « Effectuating disclosure under the William Act », (2011) 60-2 *Catholic University Law Review* 311, 315.

¹¹³ *Rondeau v. Mosinee Paper Corporation*, [1975] 422 U.S. 49, 59-59, 95 S. Ct. 2069, 45 L. Ed. 2d 12.

¹¹⁴ D. BERTACCINI, préc., note 84, 273.

¹¹⁵ SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Beneficial ownership reporting requirements and security based-swaps - 17 C.F.R. Part. 240*, Release No. 34-64628; File No. S7-10-11, en ligne : <<https://www.sec.gov/rules/final/2011/34-64628.pdf>>.

¹¹⁶ D. BERTACCINI, préc., note 84, 272.

¹¹⁷ Keith E. GOTTFRIED et Barry H. GENKIN, « U.S. District Court rules against hedge fund in CSX Corp. v. The Children's Investment Fund and al. », (2008) 12-8 *Wall Street Lawyer*, en ligne : <<http://www.blankrome.com/index.cfm?contentID=37&itemID=1665>>.

¹¹⁸ Robert T. LAW, « The derailment of section 13(d) liability after CSX v. Children Investment Fund and argument for maintaining the beneficial ownership requirement for section 13(d) disclosure », (2009) 59 *Catholic University Law Review* 259, 264.

¹¹⁹ *Securities Exchange Act of 1934*, préc., note 106.

déroger au système d’alerte et de notification américain¹²¹. En effet, en vertu de cette disposition, tout investisseur démontrant une intention d’éviter et de contourner les règles de notifications mises en place sera présumé détenir la propriété effective (« *beneficial ownership* ») des actions¹²² dissimulées. Tel qu’indiqué par le *Securities and Exchange Commission* :

“An analysis of all relevant facts and circumstances in a particular situation is essential in order to identify each person possessing the requisite voting power or investment power. For example, for the purposes of the rule, the mere possession of the legal right to vote securities under applicable state or other law (i.e. a management proxy committee may not be determinative of who is a beneficial owner of such securities inasmuch as another person or persons may have the power whether legal, economic, or otherwise, to direct such voting¹²³.”

Cette disposition se lit comme suit :

“Any person who, directly or indirectly, ceases or uses a trust, proxy, power of attorney, pooling arrangement or any other contract, arrangement or device with the purpose or effect of divesting such person of beneficial ownership of a security or preventing the vesting of such beneficial ownership as part of a plan or scheme to evade the reporting requirements of section 13(d) or (g) of the Act shall be deemed for purposes of such sections to be the beneficial owner of such security¹²⁴.”

Enfin, le tribunal de première instance décrivait d’ailleurs, la notion de propriété effective comme tel:

“inquiry focuses on any relationship that, as a factual matter, confers on a person a significant ability to affect how voting power or investment power will be exercised because it is primarily designed to ensure timely disclosure of market-sensitive data about changes in the identity of those who are able, as a practicable matter, to influence the use of that power¹²⁵.”

Suite à cette affirmation, la Cour du district de New York se pencha sur la première interrogation. Les contrats d’échange d’actions à dénouement exclusivement numéraire ne confèrent aucune propriété effective de leurs actifs sous-jacents. De plus, l’élément putatif relié au dénouement physique d’une telle entente, sujet à la seule volonté des institutions financières, ne peut justifier le déclenchement des obligations de divulgation.

¹²⁰ SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Beneficial ownership reporting requirements and security-based swaps*, 17 CFR Part 240 Release, en ligne : <<https://www.sec.gov/rules/final/2011/34-64628.pdf>>.

¹²¹ D. BERTACCINI, préc., note 84, 273.

¹²² SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, préc., note 115.

¹²³ D. BERTACCINI, préc., note 84.

¹²⁴ *Securities Exchange Act of 1934*, préc., note 106, art. 13(3)-b.

¹²⁵ *CSX Corporation v. The Children’s Investment Fund Management (UK) LLP, The Children’s Investment Fund Management (CAYMAN) LTD., The Children’s Investment Master Fund, 3G Capital Partners LTD., 3G Capital Partners, L.P., 3G Fund, L.P., Christopher Hohn, Snehal Amin, and Alexandre Behring*, préc., note 30.

Pourtant, selon les preuves apportées, le juge Kaplan est convaincu de la grande probabilité pour les banques d'acquérir à titre de couverture les actifs sous-jacents aux instruments dérivés. Children's Fund a d'ailleurs opté pour ce type de transactions, contemplant l'expectative de pouvoir se procurer les titres ultérieurement. Le juge Kaplan constate de plus, que les motifs incitants Children's Fund a décidé de concentrer la totalité de ses positions économiques au sein de deux institutions financières s'expliquent par les intérêts communs exprimés par ces entités¹²⁶. Toutefois, aucune preuve n'a démontré que les fonds de gestion alternative détenaient le pouvoir de dicter la manière dont les banques exerceraient leurs droits de vote. Ces dernières agissaient plutôt selon les lignes directrices de leurs politiques et pratiques internes, qui toutefois, coïncidaient avec les volontés exprimées des fonds de gestion alternative.

Malgré l'ensemble des éléments incitant à croire à une forte apparence de propriété effective des actifs sous-jacents, le juge Kaplan refusa d'apporter une réponse claire à la première interrogation. En effet, en raison de la violation reconnue de la règle 13d-3(b)¹²⁷ par les fonds de gestion alternative, le tribunal ne voyait pas la pertinence de trancher sur cette question. Le juge Kaplan ajouta qu'il n'est donc pas essentiel, à la résolution du litige, de modifier les règles actuelles relatives aux systèmes d'alerte et de notification présentement en vigueur. Toutefois, le juge Kaplan s'exprima comme suit :

« in the last analysis there are substantial reasons for concluding that TCI is the beneficial owner of the CSX shares held as hedges by its short counterparties¹²⁸».

Selon la Cour du district de New York, l'ensemble des témoignages révèle une forte prépondérance de la volonté des fonds de gestion alternative de dissimuler leur participation au capital-actions de CSX Corporation. En effet, le fait qu'aucun contrat d'échange d'actions à dénouement exclusivement monétaire n'outrepasse le seuil prescrit par la législation laisse sous-entendre que Children's Fund et 3G ont sciemment

¹²⁶ *Id.*, par. 546.

¹²⁷ *Securities Exchange Act of 1934*, préc., note 106.

¹²⁸ *CSX Corporation v. The Children's Investment Fund Management (UK) LLP, The Children's Investment Fund Management (CAYMAN) LTD., The Children's Investment Master Fund, 3G Capital Partners LTD., 3G Capital Partners, L.P., 3G Fund, L.P., Christopher Hohn, Snehal Amin, and Alexandre Behring*, préc., note 30, par. 545.

manigancé afin de se soustraire au système d’alerte et de notification¹²⁹. La règle 13d-3(b)¹³⁰ vise principalement à capturer ce type de situations. L’application de cette disposition ne nécessite pas une propriété effective des valeurs mobilières. Le juge Kaplan souligna toutefois que cette disposition doit recevoir une application restreinte. La majorité des instruments dérivés sont négociés pour des fins spéculatives ou de couverture. Conséquemment, seuls les instruments dérivés conclus dans l’objectif de contourner les obligations de divulgation en vertu du *Williams Act*¹³¹ sont soumis à la règle 13d-3(b)¹³². Cette réflexion est d’ailleurs confirmée par le *Securities and Exchange Commission* :

“As a general matter, a person that does nothing more than enter into an equity swap should not be found to have engaged in an evasion of the reporting requirements¹³³.”

Finalement, le tribunal de première instance déclara que les fonds de gestion alternative ont agi de concert dans l’objectif d’influencer le contrôle de la société publique CSX Corporation, et ce, préalablement à la déposition de leurs déclarations d’intention. Les nombreuses rencontres survenues entre les deux entités, la préparation conjointe d’une course aux procurations, ainsi que les agissements de 3G suivant l’échange d’informations relativement à l’acquisition d’une participation au sein de CSX Corporation laissent présumée une relation de partenariat. De plus, les deux fonds de gestion alternative entretenaient une longue relation d’affaires, antérieurement aux faits menant à la présente cause. L’ensemble de ces éléments factuels suffit au juge Kaplan pour retenir une responsabilité des fonds de gestion alternative sous cet aspect.

Cette décision de première instance fut portée en appel¹³⁴. Toutefois, le tribunal refusa systématiquement de statuer sur l’assimilation des actions appariées à la notion de

¹²⁹ *Id.*, par. 552.

¹³⁰ *Securities Exchange Act of 1934*, préc., note 106.

¹³¹ *Williams Act*, préc., note 108.

¹³² *Securities Exchange Act of 1934*, préc., note 106.

¹³³ Brian V. BREHENY et SECURITIES EXCHANGE COMMISSION, *CSX Corp. v. The Children’s Inv. Fund Mgmt, L.L.P. et al.*, 08-Civ, 2764, 4 juin 2008, en ligne :

<<http://www.gibsondunn.com/publications/Documents/CSX-BrianBrehenyLtrToJudgeKaplan.pdf>>.

¹³⁴ *CSX Corporation v. The Children’s Investment Fund Management (UK) LLP, The Children’s Investment Fund Management (CAYMAN) LTD., The Children’s Investment Master Fund, 3G Capital*

« *beneficial ownership* ». Malgré tout, le juge Winter développa sur le sujet dans une dissidence qui ne fut pas contestée par la majorité. Ce dernier fut d'avis que les fonds de gestion alternative en l'espèce et ne détenaient aucune propriété effective des titres en raison des instruments dérivés. Ces entités ne disposant pas du droit de vote rattaché aux actions sous-jacentes et ne pouvaient donc, d'aucune manière, influencer les décisions du conseil d'administration de la société ferroviaire. De plus, l'émetteur n'est pas redevable envers les fonds de gestion alternative des paiements de dividendes sur de tels titres. Il relève de la responsabilité de leurs contreparties d'effectuer de tels paiements et non de l'émetteur.

(ii) *Les réactions des différents intervenants des marchés de gré à gré*

Au moment du litige opposant CSX Corporation et Children's Fund, le législateur américain souscrivait à l'idée qu'une divulgation d'une participation inférieure aux seuils prescrits causerait une abondance d'informations impertinentes ainsi que des coûts supplémentaires indésirables pour tous acteurs transigeant sur les marchés de gré à gré¹³⁵. L'autorité de réglementation faisait valoir qu'une telle situation d'incertitude causée par l'introduction d'une interprétation subjective de la notion d'influence telle que décrite par le juge Kaplan, ne peut que conduire à un système législatif inefficace¹³⁶.

Appliquant l'approche antérieurement préconisée par le législateur américain, la doctrine s'est empressée d'exprimer de vives oppositions à ces nouveaux éléments introduits par le juge Kaplan¹³⁷. Selon ce courant, l'article 13d-3(b)¹³⁸ ne peut recevoir d'application qu'en présence d'un investisseur détenant explicitement une propriété effective des valeurs mobilières en question. La doctrine justifie sa position par l'interprétation donnée à des exclusions semblables dites de *safe harbour* prévues à l'article 144A du *Securities*

Partners LTD., 3G Capital Partners, L.P., 3G Fund, L.P., Christopher Hohn, Snehal Amin, and Alexandre Behring, [2011] F. 3d 276.

¹³⁵ R. T. LAW, préc., note 118, 285; D. BERTACCINI, préc., note 84, 281.

¹³⁶ R. T. LAW, préc., note 118, 286.

¹³⁷ *Id.*, 282.

¹³⁸ *Securities Exchange Act of 1934*, préc., note 106.

*Exchange Act of 1933*¹³⁹. Selon les directives énoncées par le *Securities and Exchange Commission*, un investisseur ne peut se prévaloir de cette disposition lorsque la transaction reprochée ne remplit pas les critères d'application. La doctrine ajoute, de plus, que les lignes directrices concernant l'article 13d-3(b)¹⁴⁰ énoncées par le *Securities and Exchange Commission* exclues explicitement une application des positions exclusivement économiques détenues par un investisseur. À titre d'exemple, l'autorité de surveillance américaine réfère aux techniques de « *soft parking* ». Bien que ces méthodes comportent plusieurs similitudes à celles réalisées par l'entremise des instruments dérivés, elles comportent tout de même des différences fondamentales. Pour ces motifs, la doctrine soutient donc que le juge Kaplan doit être adjoindé à une interprétation identique à celle fournie par l'autorité de surveillance américaine en raison des nombreux éléments de complémentarité se retrouvant lors de la négociation de transactions sur instruments dérivés¹⁴¹.

Le *Securities and Exchange Commission* s'est joint aux efforts de la doctrine pour contredire une telle décision. Dans un *amicus curiae*¹⁴² adressé au tribunal de première instance, le *Securities and Exchange Commission* souligne les difficultés d'application probables en présence d'une interprétation nettement trop libérale faisant fi des considérations pratiques entourant la négociation d'instruments dérivés. L'autorité de surveillance américaine s'exprima comme tel :

« as a general matter, a person that does nothing more than enter into an equity swap should not be found to those engaged in an evasion of the reporting requirements. [...] a standard cash-settled equity swap agreement, in and of itself, does not confer on a party, here the investment fund, any voting power or investment power over the shares a counterparty purchases to hedge its position¹⁴³ ». Selon cette entité de surveillance, seuls les « *stock options* » doivent faire l'objet d'une divulgation en vertu du *William Act*¹⁴⁴ ».

¹³⁹ *Securities Act of 1933*, (1933) ch. 38, title I, Sec. 1, 48 Stat. 74.

¹⁴⁰ *Securities Exchange Act of 1934*, préc., note 106.

¹⁴¹ S. M. DONAHUE, préc., note 88, 256.

¹⁴² B. V. BREHENY et SECURITIES EXCHANGE COMMISSION, préc., note 133.

¹⁴³ Brian T. SULLIVAN, « Recent development: CSX Corp. v. Children Investment Fund Management and the need for SEC expansion of beneficial ownership », (2009) 87 *North Carolina Law Review* 1300, 1311.

¹⁴⁴ KASHINA ELINA, « Disclosure of “Beneficial Ownership” of synthetic positions in takeover campaigns », *Columbia Business Law Review* 2009.904, 914.

Enfin, plusieurs acteurs des marchés boursiers ont exprimé une semblable opinion¹⁴⁵. Le juge Kaplan, malgré son refus de délibérer sur la question de la notion de propriété effective, rejette malgré tout cette approche, en affirmant qu'elle mènerait à une caducité de la règle 13d-3(b)¹⁴⁶. Cette position fut d'ailleurs entérinée par la Cour d'appel dans le cadre de deux jugements antérieurs¹⁴⁷ à la décision de CSX Corporation.

Certains articles de doctrine critiquent le laxisme établi par l'entité de surveillance américaine en soulignant les conséquences dévastatrices rendues possibles par les instruments dérivés¹⁴⁸. En premier lieu, l'émetteur ne peut se défendre contre une prise de contrôle rampante uniquement que par l'entremise d'un recours devant les tribunaux. Toutefois, cette action en justice ne peut être envisagée que lorsque l'accumulation des parts de son capital-actions est déclarée publiquement par l'activiste actionnarial¹⁴⁹. En second lieu, les investisseurs se prêtant à de semblables pratiques accorderont désormais une plus grande prudence afin de camoufler leurs intentions réelles et ainsi éviter toute responsabilité en vertu de l'article 13d-3(b)¹⁵⁰. Certains proposent d'adjoindre le *Securities and Exchange Commission* à inclure dans la définition de « *beneficial ownership* » prévue à la règle 13d-3(a)¹⁵¹, les positions exclusivement économiques détenues par une longue contrepartie à un contrat d'échange d'actions à dénouement exclusivement numéraire¹⁵². Cette intervention devient d'autant plus nécessaire, afin d'harmoniser la législation américaine à celles du Royaume-Uni, de Hong Kong, de l'Australie, de la Suisse ainsi que de la France¹⁵³ ayant déjà procédé à une réforme de leurs systèmes d'alerte et de notification.

Pour ces différends motifs, le législateur américain est finalement intervenu par l'adoption du *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*¹⁵⁴ modifiant

¹⁴⁵ S. M. DONAHUE, préc., note 88, 245.

¹⁴⁶ R. T. LAW, préc., note 118, 278.

¹⁴⁷ *Hemispherx Biopharma Inc. v. Johannesburg Consolidated Investments*, [2011] 274 F. 3d 137.

¹⁴⁸ S. M. DONAHUE, préc., note 88, 225.

¹⁴⁹ D. BERTACCINI, préc., note 84, 245.

¹⁵⁰ *Hemispherx Biopharma Inc. v. Johannesburg Consolidated Investments*, préc., note 147.

¹⁵¹ *Securities Exchange Act of 1934*, préc., note 106.

¹⁵² B. T. SULLIVAN, préc., note 143, 1317.

¹⁵³ *Id.*, 1318.

¹⁵⁴ *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, 124 Stat. 1376.

ainsi le système d'alerte et de notification américain afin d'y inclure les instruments dérivés¹⁵⁵. Toutefois, cette inclusion demeure sujette à l'élaboration d'une nouvelle définition de « *beneficial ownership* » devant être apportée par le *Securities and Exchange Commission*¹⁵⁶. À ce jour, l'autorité de surveillance américaine n'a toujours pas fournie ses indications.

(iii) *Une décision identique émanant de l'Allemagne*

L'Allemagne n'a pas échappé à l'expansion globale des tactiques de propriété occulte dans l'intention d'effectuer une prise de contrôle rampante. La société Schaeffler Group a cumulé secrètement une participation importante dans le manufacturier automobile Continental AG dans l'objectif de lancer une offre publique d'achat. Schaeffler Group s'est intéressé au constructeur automobile dès le début de l'année 2008. Les différentes ententes de crédit et de « *forwards* » conclues par Continental AG empêchaient Schaeffler Group d'accéder au titre d'actionnaire majoritaire de manière permanente. Le Schaeffler Group détenait lors de ses déclarations publiques du 11 juillet 2008, 2,97% du capital-actions du constructeur automobile. Cependant, précédemment à cette divulgation, Schaeffler Group détenait une position respective de 4,95% et de 28% par l'entremise de contrats d'échange d'actions à dénouement physique et exclusivement numéraire conclus entre le 25 mars et le 23 mai 2008 avec l'institution financière Merrill Lynch.

La loi allemande, au moment des faits exposés précédemment, fixait les seuils de divulgation initiale à 3% pour une propriété effective et de 5% pour des ententes d'échanges d'actions à dénouement physique. Les autorités de surveillance allemande ont procédé, le 1^{er} mars 2009, à l'adoption du *Risk Limitation Act*¹⁵⁷, amendant ainsi le

¹⁵⁵ Patricia A. KOVAL, *Use of derivatives by shareholder activists*, Volume 6, No. 3, coll. Corporate Governance Report, 2011, en ligne :

<<http://www.torys.com/Publications/Lawyers%20PDF%20Documents/AR2011-27.pdf>>.

¹⁵⁶ *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, préc., note 154, art. 766.

¹⁵⁷ *Gressetz zur Bergrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundener Risikolenm*, (2008) BCBI. S. 16666.

Securities Trading Law (WpHG)¹⁵⁸ afin d'abolir les distinctions établies entre une détention effective et une propriété future conditionnelle au dénouement d'instruments dérivés. Cette méthode de calcul prévalant auparavant permettait à un actionnaire de cumuler une position totale de 8%. Désormais, le droit allemand tient compte autant des propriétés occultes que des participations directes dans l'imposition d'obligation de divulgation pour tout investisseur franchissant un seuil de 5%. De plus, le seuil de 3% demeure en vigueur pour tout actionnaire détenant directement les titres d'un émetteur. Merrill Lynch opérait des transactions de couverture avec huit différentes institutions financières qui avait pour conséquence de dissimuler une participation totale de 38% du capital-actions de Continental AG. Schaeffler Group s'était alors sécurisé plusieurs titres n'étant pas soumis aux fluctuations de prix survenant lors de l'annonce d'une offre publique d'achat.

L'autorité de surveillance allemande (BAFin)¹⁵⁹ conclue toutefois qu'aucune disposition législative ne trouve application au moment de la survenance des faits en l'espèce. Cette décision s'explique par la seule prise en compte des instruments dérivés à dénouement physique par la loi allemande applicable. Les ententes contractuelles conclues par le Schaeffler Group ne pouvaient objectivement être visées en raison des obligations putatives des institutions financières¹⁶⁰. Le 21 août 2008, BAFin publia un avis selon lequel le Schaeffler Group, pour ces motifs, n'avait pas violé le système d'alerte et de notification¹⁶¹.

(iv) *Le Canada partage-t-il une opinion identique à celles des États-Unis ou de l'Allemagne?*

En décembre 2005, SHLD Acquisition Corporation («SHLD»), une filiale à part entière de Sears Holding Corporation, lança une offre publique d'achat sur Sears Canada Inc. (ci-

¹⁵⁸ *Wertpapierjandelsgesetz – wphg*, (1994) BCBI S. 1749, en ligne : <<http://www.gesetze-im-internet.de/bundesrecht/wphg/gesamt.pdf>>.

¹⁵⁹ *Schaeffler v. Continental*, [2009] 10 EBOR 115.

¹⁶⁰ Dirk ZETZSCHE, « Hidden ownership in Europe: BAFin's decision in Schaeffler v. Continental », (2009) 10 *European Business Organization Law Review* 115.

¹⁶¹ Dirk ZETZSCHE, « Continental vs. Schaeffler, hidden ownership and European law; A matter of law or enforcement? », (2009) 10 *European Business Organization Law Review*.

après «Sears Canada»). La société américaine détenait à ce moment, une participation de 54% au capital-actions de Sears Canada et désirait acquérir le delta¹⁶² équivalent à 46%. L'offre publique d'achat requiert, en vertu de la législation ontarienne, l'approbation de la majorité des votes des actionnaires minoritaires¹⁶³. Le conseil d'administration de Sears Canada requerra alors une évaluation indépendante de la valeur marchande de leurs actions négociées en bourse TSX. Les résultats d'une firme indépendante démontraient que l'offre réalisée par Sears Holding Corporation serait nettement inférieure à la valeur réelle des actions présentement négociées sur les marchés boursiers. Sceptique concernant ses chances de succès, Sears Holdings Corporation débuta une acquisition des valeurs mobilières de Sears Canada par l'entremise de diverses ententes de partenariat avec plusieurs banques canadiennes, dont notamment, Bank of Nova Scotia (ci-après BNS), Scotia Capital inc. (ci-après Scotia) et The Royal Bank of Canada (ci-après RBC). Toutefois, en concomitance avec la prise de position de Sears Holdings Corporation, certains actionnaires minoritaires de Sears Canada, voulant s'opposer à une telle offre publique d'achat, débutèrent un stratagème impliquant l'utilisation d'instruments dérivés.

Pershing Square Capital Management L.P. (ci-après le « Pershing ») est une société de gestion alternative s'opposant vivement à la prise de contrôle de Sears Canada par Sears Holdings Corporation. Préalablement au lancement de l'offre publique d'achat, leur évaluation économique indépendante des actions de Sears Canada concluait à une sous-évaluation de leurs valeurs marchandes. Attiré par une possibilité de profits concrets en raison des bénéfices fiscaux rattachés aux contrats d'échange d'actions à dénouement exclusivement monétaire, Pershing acquit en février 2005, par l'entremise de SunTrust, une participation purement économique sur 5.3 millions d'actions de Sears Canada. Cette entente contractuelle n'était pas assujettie à une livraison physique des actions au moment de son dénouement. En mars 2006, Pershing conclut une seconde entente avec SunTrust, selon des termes et conditions semblables à celle conclue en 2005. À ce moment, Pershing n'exerçait aucune influence sur les droits de vote détenus par sa contrepartie. En avril 2006, Pershing augmenta sa participation dans le capital-actions de

¹⁶² Il s'agit de la somme de la différence entre 100 et 54.

¹⁶³ *Rule 61-501 - Insider Bids, Issuers Bids, Business Combinations and Related Party Transactions*, (2004) 27 O.S.C.B. 5975, en ligne : <<https://www.osc.gov.on.ca/en/13238.htm>>.

Sears Canada pour atteindre un pourcentage de 5.21%. Cette position détenue par Pershing fut divulguée lors d'une annonce publique à cet effet, le 7 avril 2006. À la mi-avril, Pershing, Hawkeye Capital Management, LLC et Knott Partners Management LLC (ci-après collectivement le « Groupe Pershing »), annoncèrent publiquement la formation d'un groupe dans l'objectif de s'opposer de concert à la tentative de prise de contrôle de Sears Canada par l'entité américaine. Leur participation totale s'élevait alors à 7.7%.

Sears Holding Corporation déposa un recours à l'encontre du Groupe Pershing en raison d'une violation de l'article 102.1 du *Securities Act*¹⁶⁴ prévoyant une obligation de divulgation en situation d'une offre publique d'achat. Les sections visées se lisent comme suit:

102.1 (1) : “Every acquiror who acquires beneficial ownership of, or the power to exercise control or direction over, voting or equity securities of any class of a reporting issuer or securities convertible into voting or equity securities of any class of a reporting issuer that, when added to the acquiror’s securities of that class, would constitute 10 per cent or more of the outstanding securities of that class, shall disclose the acquisition in the manner and form required by regulation.”

Cette disposition relate plusieurs similarités aux législations de franchissement de seuil des juridictions du Commonwealth. En effet, les États-Unis, le Royaume-Uni, l'Australie ainsi que la Nouvelle-Zélande utilisent une notion de propriété effective semblable, afin de mettre en branle les systèmes d'alerte et de notification. De plus, Sears Holdings Corporation fait référence à l'article 102.2 (1) du *Securities Act*¹⁶⁵ qui se lit comme suit :

“If, after a formal bid has been made for voting or equity securities of a reporting issuer and before the expiry of the bid, an acquiror acquires beneficial ownership of, or the power to exercise control or direction over, securities of the class subject to the bid which, when added to the acquiror’s securities of that class, constitute 5 per cent or more of the outstanding securities of that class, the acquiror shall disclose the acquisition in the manner and form required by regulation.”

Cette disposition a été édictée dans le but d'avertir un futur acquéreur engagé dans une offre publique d'achat et/ou d'échange, qu'un compétiteur tente de se bâtir une participation significative et pourrait ainsi lui faire compétition¹⁶⁶.

¹⁶⁴ *Securities Act*, (1990) , R.S.O c. S.5, en ligne : <<http://www.ontario.ca/laws/statute/90s05>>.

¹⁶⁵ *Id.*

¹⁶⁶ BORDEN LADNER GERVAIS LLP, *Securities Law and Practice*, 3rd éd., 14, Thompson Reuters, Carswell, 2006.

La Commission des valeurs mobilières de l'Ontario¹⁶⁷ conclut que la participation respective de 1,4% et de 1% des entités Hawkeye Capital Management, LLC et Knott Partners Management LLC ne peut justifier à elles seules une violation en vertu de l'article 102.1 du *Securities Act*¹⁶⁸. Pour retenir la responsabilité de ces entités, les actionnaires de Sears Canada devaient démontrer qu'ils ont agi de concert avec la société Pershing¹⁶⁹. Une conclusion semblable s'applique aux allégations soulevées contre Pershing en vertu de l'article 102.1 (1) du *Securities Act*¹⁷⁰. À aucun moment, la société Pershing n'a détenu une position équivalente ou supérieure à 10% du capital-actions de Sears Canada et ne peut conséquemment encourir aucune responsabilité sous l'égide de cette disposition. De plus, Pershing a respecté ses obligations de divulgation lors de sa déclaration publique réalisée dans le délai imparti en vertu de l'article 102.2(1)¹⁷¹. Conséquemment, aucune responsabilité ne peut être imputée à cette entité¹⁷².

Par la suite, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario s'est penchée sur la responsabilité commune des fonds de gestion alternative. L'autorité de surveillance doit déterminer si ces entités ont agi conjointement ou de concert afin d'acquérir une propriété effective de la catégorie d'actions assujettie à l'offre publique d'achat. L'article 90 du *Securities Act*¹⁷³ oblige tout investisseur à divulguer ses transactions sur les actions d'un émetteur sujet à une offre publique d'achat et/ou d'échange¹⁷⁴. La Commission des valeurs mobilières de l'Ontario conclut toutefois qu'antérieurement à leur annonce publique du 14 avril 2006, aucune preuve ne démontre que les fonds de gestion alternative ont opéré de concert dans l'objectif de s'opposer à l'offre publique d'achat en cours.

¹⁶⁷ *Re Sears Canada et al.* [2006], 35 OSCB 8766.

¹⁶⁸ *Securities Act*, préc., note 164.

¹⁶⁹ *Re Sears Canada et al.*, [2006] 35 OSCB 8766, par. 66.

¹⁷⁰ *Securities Act*, préc., note 164.

¹⁷¹ *Id.*

¹⁷² *Re Sears Canada et al.*, préc., note 169, par. 68.

¹⁷³ *Securities Act*, préc., note 164.

¹⁷⁴ Gordon COLEMAN, Garfield EMERSON et David JACKSON, *Report of the Committee to Review Provisions of the Securities Act (Ontario) Relating to Take-over Bids and Issuer Bids*, Toronto, Ontario Securities Commission, 1983.

L'entité de surveillance ontarienne n'a toutefois pas apporté de clarification spécifique sur la possibilité de détenir une propriété effective des actifs sous-jacents découlant de la conclusion d'un contrat d'échange d'actions à dénouement exclusivement monétaire. La Commission souligne que pour être considéré comme tel, l'investisseur doit exercer librement tous les attributs rattachés au droit de propriété¹⁷⁵. Ces attributs se définissent par un exercice sans entrave du droit de vote et du droit de disposer de ses valeurs mobilières¹⁷⁶. Pershing ne connaissait pas l'identité du véritable propriétaire d'une partie des titres assimilés. De plus, les termes et conditions des ententes conclues par Pershing ne comportaient aucune disposition exigeant des institutions financières un dénouement physique. Conséquemment, cette entité ne pouvait exercer aucun contrôle légal ou effectif sur de tels actifs¹⁷⁷. Pour ces motifs, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario conclut qu'en aucune circonstance, Pershing n'a tenté de dissimuler une accumulation d'une participation dans Sears Canada, et ce, dans l'intention de contourner la législation de franchissement de seuil en vigueur¹⁷⁸. De plus, l'entité de surveillance ontarienne réitère son devoir de retenue limitant ses interventions aux seuls cas visant l'intérêt public¹⁷⁹ ou d'une manipulation abusive des marchés boursiers par l'entremise d'instruments dérivés¹⁸⁰. Par exemple, une tactique de « *soft parking* » aurait justifié un tel exercice du pouvoir discrétionnaire dévolu à la Commission. Toutefois, aucun fait ne permettait de conclure en l'espèce que Pershing s'était prêté à de telles manigances¹⁸¹.

Cette décision n'apporte que très peu d'éclaircissement sur le traitement législatif accordé aux prises de contrôle rampantes. Toutefois, les faits encourus contredisent la croyance générale selon laquelle les contrats d'échange d'actions à dénouement exclusivement numéraire ont de fortes probabilités de tout de même se dénouer par une livraison physique des actifs sous-jacents. L'institution financière BNS détenait des intérêts contraires à ceux de Pershing et désirait voir se réaliser l'offre publique d'achat. Cette

¹⁷⁵ *Re Sears Canada et al.*, préc., note 169, par. 89.

¹⁷⁶ *Re Robinson*, [1996] 19 O.S.C.B, 2643.

¹⁷⁷ *Re Sears Canada et al.*, préc., note 169, par. 104.

¹⁷⁸ *Id.*, par. 106.

¹⁷⁹ *Securities Act*, préc., note 164, art. 127.

¹⁸⁰ *Re Sears Canada et al.*, préc., note 169, par. 110.

¹⁸¹ *Id.*, par. 111.

contrepartie, motivée par des intérêts personnels, exerça de plus, ses droits de vote en ce sens¹⁸².

c) Un actionnaire détenant une propriété occulte avait-il une intention malicieuse de contourner la législation de franchissement de seuil?

Seuls les tribunaux français se sont proposés pour retenir une responsabilité d'un actionnaire détenant une propriété occulte, en recherchant les intentions malicieuses de ce dernier. Cette responsabilité exclut donc les potentiels agissements concertés avec les institutions financières ou un second actionnaire.

La société Wendel SA a réalisé une montée fulgurante au capital-actions de la société publique Saint Gobain en décembre 2006. Sa stratégie consistait à conclure plusieurs contrats d'échange d'actions à dénouement exclusivement monétaire avec quatre institutions financières. Wendel SA laissa s'écouler quelques mois, avant de requérir à ses contreparties les paiements numéraires afin de terminer ces différentes ententes. Antérieurement au dénouement des instruments dérivés, les institutions financières avaient progressivement portées acquéreur des actifs sous-jacents afin de se prémunir contre d'éventuelles fluctuations de la valeur marchande des titres sur les marchés boursiers. Ne détenant donc plus aucun motif de conserver les actions appariées, les banques ont alors débuté la vente de ces actifs sur les marchés financiers. Wendel SA s'empessa alors de se procurer les valeurs mobilières de Saint Gobain pour ainsi atteindre une participation équivalente à 17,6%.

Selon l'avis de l'Autorité des marchés financiers¹⁸³, la dispersion des titres appariés de l'émetteur Saint Gobain parmi quatre différentes institutions financières a été planifiée dans l'intention de contourner le système d'alerte et de notification français. Malgré cette conclusion, l'autorité de surveillance française s'est plutôt appuyée sur la disposition

¹⁸² KASHINA ELINA, préc., note 144, 913.

¹⁸³ *Société Wendel SA, Jean-Bernard Lafonta et Société Deutsche Bank*, préc., note 7.

315-46 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers¹⁸⁴ pour retenir une responsabilité de la société Wendel SA :

« Toute personne qui prépare, pour son compte, une opération financière susceptible d'avoir une incidence significative sur le cours d'un instrument financier ou sur la situation et les droits des porteurs de cet instrument financier doit, dès que possible, porter à la connaissance du public les caractéristiques de cette opération¹⁸⁵ ».

L'Autorité des marchés financiers est d'avis que la société Wendel SA agissait délibérément dans l'objectif de lancer une prise de contrôle rampante. Les contrats d'échange d'actions assuraient à la société Wendel SA une montée au capital de Saint Gobain sans devoir subir les risques habituellement encourus dans une offre publique d'achat. L'autorité de surveillance souligne ce qui suit :

« dans une telle configuration, les ventes des actions qui assuraient précédemment la couverture des banques favorisent les achats dans la double mesure où elles créent de la liquidité sur le titre et, en offrant une contrepartie aux achats, limitent les risques de hausse du cours qu'une rapide montée au capital entraînerait¹⁸⁶. ».

Wendel SA s'opposa vivement à une telle conclusion des autorités françaises. Selon ses dires, leurs objectifs lors de la conclusion des instruments dérivés étaient purement pécuniaires et spéculatives. Toutefois l'Autorité des marchés financiers ne peut endosser une telle proposition, en raison des financements contractés simultanément à la conclusion des contrats d'échanges d'actions. En effet, une avance de crédit d'une telle ampleur ne peut se justifier que par l'intention de Wendel SA d'acquérir ultérieurement les titres appariés de Saint Gobain. Pour ces motifs, l'entité de surveillance conclut que les agissements de Wendel SA constituaient un contournement déloyal de leurs obligations de divulgation. Tel qu'exprimé par l'Autorité des marchés financiers :

« Considérant, en effet, que la mise en œuvre des TRS à de pures fins d'exposition économique n'appelait pas normalement la recherche de capacités de financement, si ce n'est pour faire face, lors du dénouement, à une moins-value liée à une chute du cours du titre Saint-Gobain ; que, toutefois, si la prise en compte de l'éventualité d'une telle moins-value –pour éloigner qu'elle soit de l'hypothèse de hausse du cours sur laquelle reposait le choix d'une exposition économique sur ce titre- pourrait expliquer la mise en place de financements d'un montant correspondant à la plus pessimiste des hypothèses de moins-value raisonnablement envisageables pour un titre tel que Saint-Gobain, ce raisonnement ne saurait s'appliquer à la recherche de financements d'un montant du même ordre de grandeur que celui des TRS¹⁸⁷. »

¹⁸⁴ *Id.*, 9.

¹⁸⁵ *Id.*, 11.

¹⁸⁶ *Id.*, 12.

¹⁸⁷ *Id.*

En date du 13 décembre 2010, l'Autorité des marchés financiers confirmait une sanction imposant le paiement d'une pénalité de 1,5 million d'euros¹⁸⁸. Cette décision de la Commission, fut portée en appel par un pourvoi en cassation le 31 mai 2012. La Cour de Cassation entérina la décision de l'Autorité des marchés financiers le 6 novembre 2013¹⁸⁹.

Quelques semaines plus tard, des faits similaires se sont produits sur les marchés boursiers français. Le 27 octobre 2010, la société anonyme LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton (ci-après « LVMH ») déclara publiquement détenir indirectement 14,22% du capital-actions et 8,95% des droits de vote de la société publique Hermes International. Cette importante position au sein de la société Hermes International s'est réalisée par la conclusion de plusieurs contrats d'échange d'actions à dénouement exclusivement monétaire avec différentes institutions financières. La société LVMH a, par la suite, négocié en octobre 2010, un avenant exigeant des institutions financières la livraison physique des actifs sous-jacents¹⁹⁰. Quelques jours postérieurement à cette annonce, la société LVMH fit une seconde déclaration publique dévoilant une position de 20,2% au capital-actions et 12,73% des droits de vote de la société Hermes International.

Ces faits ont longuement été sous enquête par l'Autorité des marchés financiers¹⁹¹. Toutefois, les sociétés de luxe ont conclu une entente prévenant ainsi une intervention de la magistrature française. La doctrine a tout de même exprimé son opinion relativement aux avenues potentielles qui auraient pu être envisagées par l'Autorité des marchés financiers¹⁹². De l'avis de certains, l'absence de preuve d'une intention malicieuse comparable à celle de la société Wendel SA aurait possiblement libérer la société LVMH quant à ses obligations de divulgation. Selon quelques auteurs, les clarifications apportées

¹⁸⁸ AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, *Wendel-Saint Gobain* : l'AMF sanctionne Wendel et M. Lafonta, Communiqué de presse, 17 janvier 2011.

¹⁸⁹ *Com. 23 novembre 2013, Commerciale, financière et économique, 2014. No 1145.*

¹⁹⁰ *LVMH Moët Hennessy-Louis Vuitton*, 2013 Commission des Sanctions, Autorité des marchés financiers (Paris), 6.

¹⁹¹ *LVMH Moët Hennessy-Louis Vuitton*, préc., note 190.

¹⁹² Bernard LAURENT-VELLUE, « LVMH Hermès et les equity swaps : y a-t-il eu fraude à la loi? », *Journal des Sociétés* 2012.104.62, 52.

par les tribunaux américains, allemands et canadiens auraient probablement influé l'autorité de surveillance française à se fier uniquement à la lettre de la législation de franchissement de seuil applicable¹⁹³. La conclusion d'une proposition de conciliation réjouit l'Autorité des marchés financiers, qui toutefois, ne pourra apporter des précisions sur le traitement législatif réservé aux prises de contrôles rampantes.

L'ensemble de ces jugements démontre les difficultés probables d'application des propriétés occultes dans le cadre du système d'alerte et de notification canadien. Le traitement législatif de ces positions exclusivement économiques semble apparaître inadéquat et nécessite donc une intervention du législateur. Diverses solutions ont d'ailleurs été envisagées tel que détaillées dans la seconde partie de cette recherche.

Conclusion

L'ensemble des décisions émanant de diverses juridictions démontre l'inapplicabilité générale des participations au capital-actions d'un émetteur, cumulée à l'aide d'une propriété occulte, au sein des systèmes d'alerte et de notifications en vigueur. En effet, la propriété effective des actions d'une société se restreint principalement à la détention des droits de vote et/ou le droit d'en disposer librement. Toutefois, le scindement des attributs d'une action opéré par l'entremise de contrats d'échange d'actions à dénouement exclusivement monétaire octroie aux investisseurs la possibilité de contourner les obligations de divulgation en vertu de la législation de franchissement de seuil applicable. D'ailleurs, tel que démontré ultérieurement, de nombreuses législatures se sont confrontées à cette problématique et ont finalement apporté de nombreuses modifications à leur système d'alerte et de notification. Toutefois, nous allons d'abord détailler un second stratagème impliquant la négociation d'instruments dérivés; le vote vide ou négatif.

¹⁹³ Marine LE QUILLEC, *L'assimilation des instruments financiers à terme à dénouement exclusivement monétaire: fondements théoriques et pertinence pratique*, Paris France, HEC Paris I, 2012, p. 45, en ligne : <<http://goo.gl/kRdm40>>.

IV. Un investisseur limitant son exposition économique? Le vote vide et/ou négatif

La situation inverse d'une propriété occulte peut également se produire. L'action de fractionner les attributs attachés aux valeurs mobilières dans l'intention de conserver exclusivement les droits de vote se dénomme le vote vide (« *empty voting*¹⁹⁴ ») et/ou le vote négatif (« *negative voting*¹⁹⁵ »). La distinction entre ces deux formes réside dans l'exposition économique à laquelle l'actionnaire s'expose. Dans le premier cas, un delta¹⁹⁶ oppose la rétention des droits de vote de l'exposition économique afférente tandis que dans le second, par un truchement d'opérations sur actifs couplés provenant d'un émetteur lié, un actionnaire détiendra une exposition économique globale négative¹⁹⁷. Une telle acquisition exclusive de droits de vote se produit en deux étapes¹⁹⁸ : (i) l'acquéreur doit se procurer les actions sur les marchés financiers; et (ii) il doit par la suite transférer son exposition économique au rendement marchand de l'émetteur à un tiers par l'entremise d'instruments dérivés¹⁹⁹ tels que d'un contrat d'échange d'actions, d'un « *single stock future* », de « *forwards* » ainsi que de l'achat d'un « *put* » ou la vente d'un « *call* »²⁰⁰.

a) Exposition des répercussions de l'utilisation de vote vide et/ou négatif.

(i) *Des intentions controversées.*

Une distinction doit être établie sur les intentions menant un actionnaire à détenir une exposition économique vide plutôt que négative. La première résulte d'un ensemble d'éléments liés aux transactions sur instruments dérivés sans nécessairement impliquer une intention de nuire à l'émetteur. Il en va tout autrement de la seconde qui est réalisée spécifiquement pour obtenir un gain monétaire découlant d'une dépréciation de la valeur

¹⁹⁴ BLACK BERNARD et HU HENRI T.C., préc., note 2.

¹⁹⁵ J. COHEN, préc., note 74.

¹⁹⁶ Un calcul de différence (soustraction)

¹⁹⁷ B. BLACK et H. T. C. HU, préc., note 69, 637.

¹⁹⁸ J. COHEN, préc., note 74, 246.

¹⁹⁹ *Société Wendel SA, Jean-Bernard Lafonta et Société Deutsche Bank*, préc., note 7.

²⁰⁰ B. BLACK et H. T. C. HU, préc., note 69, 642.

marchande du capital-actions d'un émetteur²⁰¹. En effet, un tel actionnaire aura de nombreux incitatifs à voter de manière à usurper des bénéfices personnels au détriment de la société publique²⁰². Une chute de la valeur du capital-actions de l'émetteur apportera alors un gain équivalent à un tel investisseur²⁰³. Tel que décrit par la doctrine :

« Negative voting is more troubling than the other forms of the new vote buying: non-negative empty voting and hidden morphable ownership. While a case can be made that deviation from “one share, one vote” should be permitted if the interest of third party shareholders are sufficiently protected, negative voting clearly fails this test, as negative voters have the financial incentive to harm third party shareholder to the greatest degree possible²⁰⁴. ».

Les auteurs Frank Easterbrook et Daniel Fischel expliquent les aberrations au processus décisionnel survenant en présence d'un actionnaire ne détenant aucune exposition économique sur le capital-actions d'un émetteur comme tel :

“Those with disproportionate voting power will not receive shares of the residual gains or losses from new endeavors and arrangements commensurate with their control; as a result, they will not make optimal decisions²⁰⁵. ».

La détention exclusive des droits de vote provoque un manque d'intérêt à maximiser la valeur marchande du capital-actions d'une société publique en l'absence d'un rendement pécuniaire futur (les dividendes). La détention de vote négatif, quant à elle, crée chez leurs détenteurs des intentions malicieuses de nuire à l'émetteur²⁰⁶. En effet, ces derniers bénéficieront alors d'un avantage personnel au détriment des tiers actionnaires de l'émetteur²⁰⁷. Ces préoccupations sont partagées par plusieurs auteurs²⁰⁸. D'autant plus que les conséquences d'un tel abus sont nettement plus dommageables pour les tiers actionnaires que les gains personnels résultant du vote vide et/ou négatif²⁰⁹. Tel qu'exprimé par la doctrine :

²⁰¹ Carol HANSELL, Mark CONNELLY, Michael DISNEY, Gillian STACEY, Tim BARON, Adam FANAKI et Richard FRIDMAN, *The quality of shareholder vote in Canada*, Daview Ward Phillips & Vineberg LLP, 2010, p. 125, en ligne : <<http://www.dwpv.com/Sites/shareholdervoting/media/The-Quality-of-the-Shareholder-Vote-in-Canada.pdf>>.

²⁰² J. COHEN, préc., note 74, 239.

²⁰³ C. HANSELL et al., préc., note 201.

²⁰⁴ J. COHEN, préc., note 74, 239.

²⁰⁵ D. R. FISCHER et F. H. EASTERBROOK, préc., note 67, p. 73.

²⁰⁶ J. COHEN, préc., note 74, 242.

²⁰⁷ D. R. FISCHER et F. H. EASTERBROOK, préc., note 67.

²⁰⁸ B. BLACK et H. T. C. HU, préc., note 69, 241.

²⁰⁹ J. COHEN, préc., note 74, 242.

« Intentional empty voting has different and more disconcerting ramifications than incidental discrepancies. In economic effect – albeit not in legal structure – it resembles vote buying. An investor who goes out of its way to buy votes is likely to vote the shares. And because that investor decided to divest its economic interest in the company, it may well vote them in a manner that reduces the value of the company. Intentional empty voting, to the extent it occurs, will thus lend to result in systematically inferior voting outcomes²¹⁰. ».

Les tactiques de vote vide peuvent toutefois se révéler être bénéfiques pour la société par actions ainsi que ses actionnaires. En effet, le vote vide peut mener ultimement à une hausse de la valeur du capital-actions de l'émetteur²¹¹. Ceci s'explique en raison du comportement passif de certains actionnaires d'une société. Ces derniers manquent pour la plupart de temps, d'énergie ou d'expertise dans l'exercice de leur droit de vote, qui peut s'avérer être nocif pour l'émetteur. Les activistes actionnariaux, quant à eux, détiennent majoritairement une expertise pouvant ainsi influencer positivement les décisions corporatives prises par l'entremise du droit de vote. Par exemple, ces activistes actionnariaux exerceront leurs droits de vote afin de destituer un administrateur. La destitution d'un administrateur faisant preuve d'une performance médiocre ainsi que l'opposition à des stratégies commerciales inefficaces ne représente que les principales illustrations de ces bénéfices réalisables par un emploi des stratagèmes de vote vide²¹².

Un détenteur de vote vide possède aussi le pouvoir de régulariser la valeur marchande du capital-actions d'une société publique subissant des fluctuations variables en raison d'une offre publique d'achat. La tentative de prise de contrôle de la London Stock Exchange (ci-après « LSE ») par l'institution financière Deutsche Boerse illustre cette possibilité. En décembre 2004, Deutsche Boerse signifiait publiquement son intérêt envers la LSE. Deux fonds de gestion alternative (Children Investment Fund et Atticus Capital) se sont alors vivement opposés à une telle acquisition. Ces entités détenaient une participation conjointe équivalente à 8% du capital-actions de la banque²¹³. Cette prise de position a suscité une réaction semblable de plusieurs autres actionnaires minoritaires et majoritaires. La Deutsche Boerse a donc vu ses plans compromis, entraînant alors une

²¹⁰ Edward ROCK et Marcel KAHAN, « Hedge funds in corporate governance and corporate control », (2007) 155-5 *University of Pennsylvania Law Review* 1021, 1028.

²¹¹ Marcel KAHAN et Edward ROCK, « The hanging chads of corporate voting », (2008) 96 *The Georgetown Law Journal* 1227, 1228.

²¹² E. ROCK et M. KAHAN, préc., note 210.

²¹³ *Id.*, 1035.

renonciation à la réalisation d'une telle offre publique d'achat. Les fonds de gestion alternative, dans l'objectif de renforcer leur position, ont procédé à une acquisition de droits de vote de la LSE simultanément à des opérations menant à une propriété occulte de l'institution financière. Ces entités entrevoyaient un gain potentiel résultant d'une fluctuation à la hausse du capital-actions de la Deutsche Boers en raison de son abandon de l'offre publique d'achat de la LSE²¹⁴. Ces profits envisagés par les fonds de gestion alternative justifiaient leur campagne publique menée de front dans l'intention de rallier les actionnaires de la banque à leur cause²¹⁵. La situation inverse aurait toutefois pu se produire. Les aspects négatifs ou positifs du vote vide sont tributaires aux volontés des actionnaires les détenant. Ces conséquences nécessitent donc d'être prises en considération lors d'une réforme éventuelle du droit corporatif.

(ii) Un moyen de défense pour les émetteurs?

Tel que démontré précédemment, les administrateurs et/ou les dirigeants se sont approprié depuis un long moment une stratégie impliquant des « *zero-cost collars* » afin de se protéger des pertes occasionnées par leur gestion d'une société²¹⁶. Le vote vide et/ou négatif est un léger dérivé de ces stratagèmes. L'évolution des instruments financiers a dévoilé le recours au vote vide par les émetteurs pour différents motifs. Notamment, en présence d'une offre publique d'achat hostile, les administrateurs et/ou les dirigeants peuvent espérer empêcher la réalisation d'une telle acquisition de leur société en limitant le nombre de valeurs mobilières en circulation²¹⁷. Afin de concrétiser un tel moyen de défense, l'émetteur doit conclure un contrat d'échange d'actions à dénouement exclusivement monétaire avec une contrepartie afin de se procurer exclusivement les intérêts économiques. Cette transaction se traduit par un rachat de l'émetteur de ses propres titres sans toutefois en annuler les droits de vote. La contrepartie de l'émetteur, complice de ce stratagème, sera majoritairement disposée à exercer ses droits de vote en respectant les directives émises par la société²¹⁸. Cette contrepartie se retrouve alors dans une position de vote vide. Le législateur, dans

²¹⁴ B. BLACK et H. T. C. HU, préc., note 47, 357.

²¹⁵ BLACK BERNARD et HU HENRI T.C., préc., note 2, 843.

²¹⁶ *Id.*, 817.

²¹⁷ B. BLACK et H. T. C. HU, préc., note 69, 648.

²¹⁸ *Id.*, 644.

l'optique de limiter les abus engendrés par le vote vide et/ou négatif, devra alors prendre en compte ces utilisations détournées effectuées par les émetteurs. Une fois de plus, les bienfaits pouvant ressortir de ces stratagèmes compliquent l'élaboration des réformes demeurant toutefois impératives.

b) Les faits concrets : Les États-Unis et le Canada se prononcent

Les tribunaux ont eu l'opportunité à quelques reprises d'exprimer leurs craintes liées au vote vide et/ou négatif :

« courts closely scrutinize vote buying because a shareholder who divorces property interest from voting interest [...] fails to serve the community of interest among all shareholders, since the bought shareholder votes may not reflect rational, economic self-interest arguably common to all shareholders²¹⁹. »

La doctrine partage ces mêmes considérations et entrevoit de nombreux risques associés à un exercice du droit de vote en l'absence d'incitatif économique²²⁰. Ces difficultés ésotériques et théoriques se concrétisent par une utilisation récente d'instruments dérivés par de nombreux fonds de gestion alternative²²¹ dans le cadre d'une offre publique d'achat et/ou d'échange d'actions d'une société publique ou d'une course aux procurations. Ces exemples démontreront les perturbations causées par les stratagèmes de vote vide afin d'établir les actions que doit entreprendre le législateur canadien.

(i) L'activisme actionnarial lors d'offres publiques d'achat aux États-Unis.

(a) Perry Corporation et les sociétés pharmaceutiques.

La première illustration publique des conséquences néfastes découlant de la détention de votes négatifs par un actionnaire s'est produite aux États-Unis²²². Les faits débutent par l'annonce publique du 26 juillet 2004 effectuée par Mylan Laboratories Inc. Cette déclaration exposait les termes et conditions du lancement d'une offre publique

²¹⁹ *In re IXC Communications, Inc.*, [1999] WL 1009I74, 8 (Del. Ch. Oct. 27. 1999).

²²⁰ F. PARTNOY et S. MARTIN, préc., note 48, 781.

²²¹ M. KAHAN et E. ROCK, préc., note 211, 1265.

²²² *In the matter of Perry Corporation*, [2009] Release No. 60351 3-13561 (Securities Exchange Commission, File no. 3-13561).

d'échange sur une société concurrente, King Pharmaceuticals Inc. à un prix nettement supérieur à la valeur marchande des actions négociées en bourse. Cette transaction était soumise à l'approbation des actionnaires des deux sociétés pharmaceutiques. Le 18 août 2004, un actionnaire détenant 8,9% de la société King Pharmaceuticals Inc., déclarait son opposition à la réalisation de l'offre publique d'achat. Perry Corp., un actionnaire de plus de 2,1% de cette même société, entrevoit alors une excellente opportunité de soutirer des bénéfices pécuniaires par l'entremise d'une stratégie d'investissement dénommée « *merger arbitrage* ». Dans l'atteinte de cet objectif, le fond de gestion alternative procéda à l'acquisition de 9,8% des titres de la société Mylan Laboratories Inc. pour ainsi exercer son vote en faveur de l'acquisition. En concomitance avec ces opérations d'achat, Perry Corp. concluait divers contrats d'échange d'actions ayant pour objet de transférer son exposition économique du capital-actions de Mylan Laboratories Inc. à sa contrepartie. Les termes et conditions de ces instruments dérivés prévoyaient le remboursement à Perry Corp. de toute réduction de la valeur marchande des actions de Mylan Laboratories Inc. par sa contrepartie. Le fond de gestion alternative avait donc un intérêt à influencer une chute des prix des actions de la société pharmaceutique. En effet, pour chaque déboursés effectués par Mylan Laboratories Inc. pour l'achat du capital-actions de King Pharmaceutical Inc., Perry Corp. cumulait des profits attachés à sa participation dans cette même société.

Dans l'énoncé de sa déclaration publique, le fond de gestion alternative omettait d'exprimer sa volonté de conserver les valeurs mobilières de Mylan Laboratories Inc. afin de freiner l'opposition de l'actionnaire de Kings Pharmaceuticals Inc. Cette accumulation dissimulée aux marchés financiers était supérieure au seuil fixé à 5% en vertu de l'article 13(d) du *Securities Exchange Act of 1934*²²³. Le *Securities and Exchange Commission* détermina que le fond de gestion alternative ne pouvait se soustraire à ses obligations de divulgation en raison de ses activités influençant la gestion corporative d'un émetteur ou l'issue d'une offre publique d'achat et/ou d'échange. Cet activisme actionnarial au sein de la société Mylan Laboratories Inc. ne peut se définir

²²³ *Securities Exchange Act of 1934*, préc., note 106.

comme étant des opérations effectuées « dans le cours ordinaire » des affaires de Perry Corp.

Préalablement à l'audition, Mylan Laboratories Inc. abandonna le projet de fusion en raison d'incohérences présentes dans le système comptable de King Pharmaceuticals Inc. Perry Corp. a soumis un règlement à l'évaluation du *Securities and Exchange Commission*, qui jugea cette alternative satisfaisante, mettant ainsi un terme aux poursuites civiles entamées par Mylan Laboratories Inc.

Victime de sa popularité en droit américain, la décision Perry/Mylan ne constitue toutefois pas un exemple isolé. Plusieurs événements similaires démontrent les dangers liés au vote vide²²⁴. Cette détention de droits de vote sans exposition économique peut altérer négativement les décisions prises par les autres actionnaires ainsi que les pouvoirs dévolus au conseil d'administration²²⁵. Les batailles menées afin de se procurer le contrôle d'une société publique sont dès lors entachées d'inégalités²²⁶.

(b) Offre publique d'achat d'une société du Singapore par Multi-Fineline Electronix.

En mars 2006, Multi-Fineline Electronix, une société incorporée dans l'État du Delaware, lançait une offre publique d'achat sur une entreprise du Singapore, MFS Technologies. Selon ses statuts constitutifs, l'approbation d'une offre publique d'achat de Multi-Fineline Electronix était conditionnelle au vote des actionnaires votants ainsi que des actionnaires minoritaires. Afin d'évaluer cet aspect, un comité spécial indépendant avait été constitué par la société. Ce comité avait alors déterminé que la réalisation de l'offre publique d'achat proposée mettrait en péril les intérêts économiques des actionnaires minoritaires. Ces derniers étaient alors conseillés de voter contre. Toutefois, WBL, un important actionnaire minoritaire des deux entités ne partageait pas l'opinion du comité.

²²⁴ *Multi-Fineline Electronix, Inc. v. WBL Corporation Limited*, 2007 Ch.Del. C.A. no. 2482-N; *In re the Mony Group Inc.*, 2004 852 A. 2d. 9.

²²⁵ B. BLACK et H. T. C. HU, préc., note 69, 657.

²²⁶ *Multi-Fineline Electronix, Inc. v. WBL Corporation Limited*, préc., note 224; *In re the Mony Group Inc.*, préc., note 224.

Multi-Fineline Electronix engagea alors un recours²²⁷ contre WB afin de l'enjoindre à exercer ses droits de vote contre l'offre d'acquisitions.

L'argumentation de Multi-Fineline Electronix se basait principalement sur l'accumulation soudaine équivalente à 48% de son capital-actions par un fond de gestion alternative, Stark Investment. Ce dernier, possédait un intérêt à voir l'acquisition se réaliser en raison de sa grande participation dans la société MFS Technologies. Le fond de gestion alternative ne possédait aucune position économique dans Multi-Fineline Electronix²²⁸. Des gains substantiels étaient alors envisagés par Stark. Seuls les droits de vote de la société WBL pouvaient contrecarrer les plans envisagés par le fond de gestion alternative. Le recours de Multi-Fineline Electronix fut toutefois rejeté pour des motifs procéduraux²²⁹.

(ii) La Cour d'appel de la Colombie-Britannique émet des réticences.

Récemment, un recours judiciaire est intervenu entre le fond de gestion alternative Mason Capital Management LLC. (ci-après « Mason ») et Telus Corporation (ci-après « Telus »). En février 2012, Telus s'était engagé dans un plan de réaménagement de son capital-actions. La société de télécommunication désirait convertir ses actions non votantes en actions ordinaires à un taux équivalent d'un pour un. Aucun investisseur étranger à long terme ne détenait de position dans son capital-actions. Pour ces motifs, Telus n'entrevoyait aucun avantage à conserver des actions non votantes. Ce plan de réaménagement requerrait une approbation spéciale de la majorité des actionnaires s'élevant à 66 2/3%. Mason s'est alors opposé à cette décision corporative par le dépôt d'une requête exigeant une résolution afin d'empêcher Telus à procéder à une telle modification de son capital-actions. Le fond de gestion alternative affirmait que le taux d'échange proposé par Telus ne représentait pas l'investissement encouru à l'achat des actions non votantes.

²²⁷ *Multi-Fineline Electronix, Inc. v. WBL Corporation Limited*, préc., note 224.

²²⁸ B. BLACK et H. T. C. HU, préc., note 69, 657.

²²⁹ *In the matter of Perry Corporation*, préc., note 222.

Suite à l'annonce du réaménagement du capital-actions de Telus, Mason débutait une acquisition d'actions ordinaires simultanément à une vente équivalente de ses actions non votantes par l'entremise de contrats d'échange d'actions à dénouement exclusivement numéraire. Mason détenait alors 20% des droits de vote de Telus tout en étant soumis à une faible exposition économique. En cas d'échec de la conversion du capital-actions de Telus, Mason empocherait alors un profit substantiel. En août 2012, Mason exigeait à Telus de convoquer une assemblée extraordinaire afin de forcer son conseil d'administration à adopter des résolutions édictant un nouveau taux de conversion juste et équitable relatif au plan de réaménagement projeté. Suite à cette annonce, Telus déclarait que la conversion d'actions prévue n'exigeait plus de modifications aux statuts constitutifs, et donc, ne requerrait qu'une majorité simple du vote des actionnaires ordinaires. De plus, Telus refusait de convoquer une assemblée extraordinaire argumentant des défaillances dans la demande déposée par Mason. Finalement, la société de télécommunication déposa une requête devant les tribunaux²³⁰ de Colombie-Britannique afin de faire déclarer la requête du fond de gestion alternative invalide.

Telus affirme que Mason ne peut l'enjoindre à convoquer une assemblée des actionnaires en raison de l'absence d'intérêt économique équivalente à un vote vide. En vertu de l'article 167 (2) du *Business Corporation Act*²³¹, un actionnaire demeure éligible à convoquer une assemblée des actionnaires uniquement s'il détient un intérêt suffisant dans la société visée :

"A requisition under this section may be made by shareholders who, at the date on which the requisition is received by the company, hold in the aggregate at least 1/20 of the issued shares of the company that carry the right to vote at general meetings²³²."

Le juge Savage débuta son analyse par une description du vote vide comme suit :

"The term "empty voting" encompasses a range of tactics investors to use to decouple the voting interest and the economic interests carried in a share. By decoupling a share's economic interest from its voting interest, an investor can have significant voting control over a company without having any stake in that company's long or short term economic health²³³."

²³⁰ *Mason Capital Management LLC v. Telus Corporation*, [2012] BCSC 1582.

²³¹ *Business Corporation Act*, (2002) S.B.C. c. 57.

²³² *Telus Corporation v. Mason Capital Management LLC*, [2012] BCCA 403, par. 40.

²³³ *Telus Corporation v. CDS Clearing and Depository Services Inc.*, 2012 BCSC 1350, par. 103.

De plus, la Cour énonça les difficultés engendrées par l'utilisation du vote vide sur un principe largement reconnu, soit la démocratie des actionnaires. Tout détenteur d'actions possédant une exposition économique équivalente aux droits de vote est alors présumé participer aux décisions de la société de manière à maximiser les gains potentiels pour celle-ci. Un actionnaire se retrouvant dans une situation de vote vide est alors susceptible d'exercer son droit de vote de façon subvertie.

La Cour conclut que seul Mason aurait soutiré un profit de leur requête. De plus, Mason, en raison de sa position de vote vide, demeure totalement indifférent à une performance positive de la société Telus. Pour ces motifs, les intérêts de Mason ne peuvent être considérés alignés à ceux des autres actionnaires de la société. Malgré cette conclusion, le juge Savage conclut que les manquements aux exigences contenues à l'article 167 *Business Corporation Act*²³⁴ constituent des motifs suffisants pour justifier sa décision d'invalider la requête, et ce, sans devoir statuer sur la légitimité du vote vide.

La Cour d'appel renversa ce jugement de la Cour Suprême de la Colombie-Britannique en octobre 2012. Le tribunal d'appel indique que malgré les dangers du vote vide soulignés par certaines instances judiciaires ainsi que la doctrine, aucune autorité n'est décernée aux tribunaux afin de contrôler de tels abus. Selon les juges de la Cour d'appel, l'article 167 du *Business Corporation Act*²³⁵ ne fait aucunement référence à une exigence relative à la détention d'un investissement net corrélatif aux droits de vote. Tel que décrit au paragraphe 77²³⁶ :

« The section does not refer to any particular level of net investment in a company, but only to the holding of a particular proportion of the issued voting shares. The reference to the “aggregate” shareholding simply allows the voting shares of multiple shareholders to be added together; it does not allow the court to look behind shareholdings to determine whether the shareholding represents a “material interest in the company”. ».

La Cour d'appel exprime toutefois des préoccupations importantes quant aux abus possibles découlant des stratagèmes de vote vide. Cependant, seule une intervention du législateur armerait les tribunaux afin de leur permettre d'intervenir :

²³⁴ *Business Corporation Act*, préc., note 231.

²³⁵ *Id.*

²³⁶ *Telus Corporation v. Mason Capital Management LLC*, préc., note 232.

« The fact that Mason has hedged its position to the extent that it has is cause for concern. There is, at the very least, a strong concern that its interests are not aligned with the economic well-being of the company. That said, there is no indication that it is violating any laws, nor is there any statutory provision that would allow the court to intervene on broad equitable grounds. To the extent that cases of “empty voting” are subverting the goals of shareholder democracy, the remedy must lie in legislative and regulatory change²³⁷. ».

À ce jour, aucun législateur provincial ne s’est penché sur les solutions envisageables afin d’éviter la survenance d’événements similaires. Malgré une doctrine américaine abondante sur le sujet, le législateur demeure muet²³⁸.

Conclusion

L’ensemble de ces décisions portant sur les situations de vote vide et négatif démontre l’ébranlement du principe directeur « *one share, one vote* ». Le jugement de la Cour d’appel de la Colombie-Britannique souligne d’ailleurs l’importance pour les autorités réglementaires d’intervenir afin de protéger les intérêts de l’émetteur et de ses actionnaires. En réaction aux incertitudes créées sur les marchés boursiers, plusieurs législateurs ont entamés des consultations publiques afin d’identifier la solution adéquate et ainsi réduire les abus associés au vote vide et négatif.

Partie II – L’enrayement des prises de contrôle rampantes et des situations de vote vide : L’assimilation totale?

I. Une distorsion des objectifs de la législation de franchissement de seuil

a) Énonciation générale des objectifs poursuivis par le législateur

La Cour d’Alberta²³⁹ a récemment eu l’occasion de réitérer les principaux objectifs poursuivis par le législateur lors de l’adoption du système d’alerte et de notification

²³⁷ *Mason Capital Management LLC v. Telus Corporation*, préc., note 230, par. 84.

²³⁸ Andrews GREY, « Empty voting: Cause for concern, but B.C. Court will not intervene », *Torys on Merger and Acquisition* (16 octobre 2012), en ligne : <file:///C:/Users/Clovis/Downloads/MA20125.pdf>.

²³⁹ *Genesis Land Development Corp. v Smoothwater Capital Corporation*, préc., note 83.

canadien²⁴⁰. Un actionnaire cumulant une participation importante au capital-actions d'un émetteur dont la principale finalité est de lancer une éventuelle offre publique d'achat et/ou d'échange constitue une information primordiale pour l'émetteur et ses actionnaires. Les intentions de l'actionnaire doivent alors mener à une divulgation impérative de toutes les transactions effectuées par ce dernier. Cependant, même en l'absence d'intention de prendre le contrôle d'un émetteur, il n'en demeure pas moins capital pour tous investisseurs d'être informé de toutes modifications importantes d'une position au capital-actions d'un émetteur détenu par un actionnaire ou un initié. En effet, ce type de transactions entraîne généralement une baisse de liquidité menant ainsi à une volatilité des prix à la hausse. Il en est de même concernant l'identité des détenteurs de blocs d'actions possédant un pouvoir décisionnel majeur lors de l'exercice des droits de vote à l'occasion d'une assemblée des actionnaires. Cette information matérielle a le mérite d'être transmise à tous investisseurs sur les marchés boursiers²⁴¹. Ces différents éléments, une fois divulgués, assurent une transparence informationnelle sur les marchés boursiers afin de favoriser la confiance des investisseurs envers celui-ci²⁴². En effet, un investisseur averti nécessite d'être en possession de tous éléments essentiels lui permettant une prise de décision éclairée sur les transactions envisagées. Toutefois, la législation de franchissement de seuil ne sera d'aucun secours contre les risques inhérents associés aux marchés boursiers auxquels tous investisseurs s'exposent. Cette philosophie se retrouve clairement au cœur du paragraphe introductif de la Directive Européenne 2004/109/CE :

« [...] the disclosure of accurate, comprehensive and timely information about security issuers builds sustained investor confidence and allows an informed assesment of their business performance and assets. This enhances both investor protection and market efficiency.²⁴³ ».

²⁴⁰ AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, préc., note 11.

²⁴¹ AUTORITÉS CANADIENNES EN VALEURS MOBILIÈRES, *Instruction générale relative au règlement 55-104 sur les exigences et dispenses de déclaration d'initié*, en ligne : <https://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/valeurs-mobilieres/55-104/2010-04-30/2010avril30-55-104-ig-vadmin-fr.pdf>.

²⁴² M. KETTUNEN et W.-G. RINGE, préc., note 87.

²⁴³ *Directive 2004/109/CE du Parlement Européen et du conseil du 15 décembre 2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementaire et modifiant la directive 2001/34/CE.*, en ligne : file:///C:/Users/Clovis/Downloads/Dir%20UE%202004_109.pdf.

De plus, s'ajoute à ces bienfaits, une protection informationnelle pour tous émetteurs pouvant désormais s'armer judicieusement et en temps opportun contre toute prise de contrôle éventuelle²⁴⁴. Un système d'alerte et de notification peut ainsi prévenir divers intervenants des marchés financiers contre toute appropriation détournée d'une information matérielle. Les Autorités Canadiennes en valeurs mobilières (ci-après « ACVM »), au cours de l'avis de consultation en vue de l'adoption du *Règlement 62-103*²⁴⁵ en date du 4 septembre 1998, ont ainsi résumé les différents objectifs poursuivis par les législateurs canadiens :

« Les mécanismes d'alerte prévus dans la plupart des législations en valeurs mobilières au Canada exigent une divulgation dès que la détention de titres excède certains seuils prescrits afin que le marché soit informé de l'accumulation de titres qui est de nature à permettre une influence sur le contrôle d'un émetteur assujéti. Il est important de diffuser cette information vu que les titres acquis peuvent être votés ou vendus et que l'accumulation de titres peut indiquer qu'une OPA des titres de l'émetteur est imminente. De plus, les accumulations peuvent constituer de l'information importante pour le marché, même si elles ne sont pas réalisées dans le but de changer ou influencer le contrôle d'un émetteur. Des accumulations importantes de titres peuvent affecter les décisions d'investissement étant donné qu'elles peuvent, dans les faits, réduire le flottant, ce qui limite la liquidité et peut augmenter la volatilité du prix du titre. Les participants au marché peuvent aussi vouloir savoir qui est habilité (sic) à voter des blocs importants et peut affecter le résultat d'opérations visant le contrôle d'un émetteur, la constitution du conseil d'administration de l'émetteur ou l'approbation de propositions ou transactions importantes. La simple présence d'un actionnaire institutionnel peut être un fait important pour un investisseur. »

Cette transparence informationnelle découle de la théorie économique de l'efficience des marchés qui prescrit qu'étant acquis que « toute l'information se répand instantanément sur les marchés financiers, les opérateurs réagissent [donc] correctement et quasi immédiatement aux informations; dès lors, les prix sont toujours au juste prix²⁴⁶. ». Certains législateurs font aussi appel à un second principe économique se référant aux impacts des coûts différentiels décrits comme tels :

“First, the market can assume a greater level of shareholder monitoring of management which may lead to a lower level of management-related agency costs and thus a higher value creation of management. Secondly, the market may consider other consequences of more shareholder control, in particular a greater level of shareholder-related agency costs or a pending change in control, respectively. Finally, society may

²⁴⁴ M. LE QUILLEC, préc., note 193, p. 29.

²⁴⁵ *Règlement 62-103 sur le système d'alerte et questions connexes touchant les offres publiques et les déclarations d'initiés*, préc., note 80, p. 62.

²⁴⁶ Hubert VAUPLANE, « Les fondements de la réglementation sont-ils encore pertinents? », *Revue Banque* 2009.717.87, 87.

consider the potential impact of a pending concentration of shareholdings on other stakeholders (employees' communities).²⁴⁷»

Ces théories économiques sont d'ailleurs mentionnées allègrement dans de nombreuses juridictions afin de justifier une imposition d'obligation de divulgation pour tout actionnaire atteignant un seuil de participation prédéterminé au sein du capital-actions d'un émetteur public. D'ailleurs le législateur canadien ne fait pas exception à la règle. En effet, tel qu'énoncé par les ACVM :

« Les exigences de déclaration d'initié remplissent diverses fonctions, notamment [...] d'accroître l'efficacité des marchés grâce à la transmission d'informations aux investisseurs sur les opérations réalisées par les initiés sur les titres d'un émetteur et partant, sur l'opinion des initiés concernant les perspectives de celui-ci²⁴⁸».

Malheureusement, l'évolution des instruments dérivés a révélé certaines failles à ces systèmes d'alerte et de notification établis depuis de nombreuses années. Ces utilisations malveillantes dans l'objectif d'en soutirer un profit pécuniaire ont été observées dans plusieurs juridictions.

b) Des objectifs menacés par les instruments dérivés

L'utilisation potentiellement abusive des instruments dérivés par certains fonds de gestion alternative a démontré quelques faiblesses au niveau de la législation de franchissement de seuil de nombreuses juridictions. Ces entités bénéficient de quelques avantages sur leurs compétiteurs en raison de la détention de certaines informations quant à la liquidité et à la volatilité des prix des titres d'un émetteur²⁴⁹. Cette situation se produit lorsqu'une contrepartie à un contrat d'échange d'actions à dénouement exclusivement monétaire a l'opportunité d'acquérir un grand nombre d'actions à un prix nettement inférieur à sa juste valeur marchande. Le déclenchement d'une offre publique d'achat et/ou d'échange entraîne généralement une fluctuation du prix des actions s'y rattachant. Toutefois, la contrepartie à un instrument dérivé aura préalablement fixé les

²⁴⁷ Dirk A ZETZSCHE, « Against mandatory disclosure of economic only positions referenced to shares of European issuers – twenty arguments against the CESR proposal », (2010) 11 *European Business Organization Law review* 231, 237.

²⁴⁸ *Instruction générale relative au règlement 55-104 sur les exigences et dispenses de déclaration d'initié*, préc., note 241.

²⁴⁹ M. C. SCHOUTEN, préc., note 55, 173.

termes et conditions entourant le dénouement physique des actions assimilées. Conséquemment, la hausse du prix de ces titres ne lui sera donc pas opposable. Un fonds de gestion alternative se prêtant à de telles pratiques bénéficiera alors d'un avantage concurrentiel sur d'autres preneurs lors d'une acquisition hostile. Il s'agit alors d'une situation d'abus menant à une perte significative pour l'émetteur et ses actionnaires²⁵⁰.

Le système d'alerte et de notifications a aussi pour objectif d'empêcher les administrateurs, dirigeants et initiés d'une société d'effectuer des transactions basées sur une information privilégiée qui n'est toujours pas connue du public. Le caractère privé des instruments dérivés permet à une contrepartie de dissimuler sa participation virtuelle au capital-actions d'un émetteur. Cette dernière bénéficie alors d'un avantage sur l'ensemble des investisseurs. L'absence de transparence de certaines contreparties permet ainsi la mise en circulation d'informations fausses ou trompeuses ayant le potentiel de créer une distorsion de la juste valeur marchande des actions d'une société²⁵¹.

Un corolaire à cette inefficience informationnelle est un affaiblissement de la stabilité des principes de gouvernance d'entreprise. En effet, une majorité des législations de franchissement de seuil associe leurs obligations de divulgation uniquement à une détention des droits de vote d'un émetteur. Toutefois, tel que démontré précédemment, une action ordinaire confère deux catégories de bénéfices à son détenteur : (i) des intérêts économiques tels par des dividendes et une réclamation résiduelle en cas de liquidation; et (ii) un droit de participation dans la gouvernance de l'émetteur s'exerçant principalement par le droit de vote, le droit d'obtenir de l'information financière jugée nécessaire ainsi qu'un droit d'ester en justice en cas d'irrégularités du conseil d'administration²⁵². L'indissociabilité de ces caractéristiques s'est longuement imposée en tant que pierre angulaire dans un bon nombre de systèmes législatifs²⁵³. L'avènement des instruments dérivés ont permis un scindement de ces attributs et provoque désormais

²⁵⁰ M. KETTUNEN et W.-G. RINGE, préc., note 87, 13.

²⁵¹ M. C. SCHOUTEN, préc., note 55, 170.

²⁵² D. A. ZETZSCHE, préc., note 247, 235.

²⁵³ B. BLACK et H. T. C. HU, préc., note 69, 634.

l'érosion partielle des fondements des systèmes d'alerte et de notification de nombreuses juridictions.

Cette faille décelée par certains fonds de gestion alternative a contraint plusieurs autorités gouvernementales à amender leurs législations de franchissement de seuil afin d'instaurer des solutions temporaires à cette problématique. La tâche demeure toutefois considérable en raison de la désuétude des fondements sur lesquels reposent les obligations de divulgation de nombreuses juridictions. Une réforme législative s'adaptant aux récentes évolutions des instruments financiers devrait toutefois être préconisée, et ce, pour différents motifs. En effet, ce labour apporterait plusieurs avantages à tous les acteurs des marchés boursiers tels que : (i) une mise à niveau menant à une application uniforme de tout type de droit de propriété (économique et/ou droit de vote); (ii) une évaluation de l'impact des produits dérivés sur les sociétés publiques bénéficiant aux investisseurs ainsi qu'aux autorités financières tout en évitant des coûts supplémentaires pour ces derniers; (iii) une divulgation symétrique pour les contreparties aux contrats d'échange d'actions à dénouement exclusivement monétaire; et (iv) une simplification des règles présentement en vigueur régissant les obligations de divulgation. Afin d'assurer une transparence de l'information disponible sur les marchés financiers, le législateur devra apporter des changements de sa législation de franchissement de seuil sur deux niveaux : (i) précédant le lancement d'une offre publique d'achat; et (ii) postérieurement au lancement d'une offre publique d'achat²⁵⁴.

II. Les réactions en boucle des autorités gouvernementales

Plusieurs membres de l'Union Européenne ont déjà édicté de nombreux amendements à leur système d'alerte et de notification afin d'y inclure les contrats d'échange d'actions à dénouement exclusivement monétaire. Ces autorités gouvernementales, dont notamment, le Royaume-Uni, la France, la Suisse, l'Allemagne, l'Australie, la Nouvelle-Zélande, l'Italie ainsi que les États-Unis ont toutes opté pour la solution de l'assimilation totale (« *integrated ownership disclosure* » ou « *general disclosure regime* »). Cette approche

²⁵⁴ M. KETTUNEN et W.-G. RINGE, préc., note 87, 4.

consiste à assimiler les positions exclusivement économiques détenues en vertu des instruments dérivés à une propriété effective des actions. Il en résulte que tous contrats d'échange d'actions à dénouement exclusivement monétaire doivent être intégrés au calcul des seuils en vertu du système d'alerte et de notification applicable. Le Canada, quant à lui, est présentement en consultation.

a) Le Parlement Européen : une réaction se faisant attendre.

Les tactiques de prises de contrôle rampantes et/ou de courses aux procurations réalisées par l'entremise d'instruments dérivés ont tout d'abord interpellé les différents législateurs européens. Nombre d'entre eux ont dès lors procédé à une réforme de leurs règles applicables portant sur les systèmes d'alerte ainsi que sur les offres publiques d'achat et/ou d'échange dans l'objectif de régulariser les failles générées par des investisseurs détenant une propriété occulte. Cependant, plusieurs juridictions demeurent silencieuses face à ces pratiques d'activisme actionnarial et instaurent conséquemment un climat instable ne pouvant assurer une stabilité corporative sur les marchés boursiers.

En l'absence d'une réforme interne appropriée permettant de réglementer les instruments dérivés, les états membres ont tout de même la possibilité de se rabattre sur les avancées du Parlement Européen. En effet, cette entité de réglementation a adopté le 15 décembre 2004 la *Directive 2004/109/CE sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE*²⁵⁵. Le Parlement Européen visait ainsi à moderniser les règles relatives à la publication de l'information financière ainsi que le régime de divulgation des prises de participations importantes en vigueur sur son territoire. Toutefois, aucune mesure coercitive visant spécifiquement la transparence requise en présence d'un contrat d'échange d'actions à dénouement exclusivement numéraire n'a été adoptée. Les investisseurs européens ont

²⁵⁵ *Directive 2004/109/CE du Parlement Européen et du conseil du 15 décembre 2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementaire et modifiant la directive 2001/34/CE.*, préc., note 243.

tout de même la possibilité de se prévaloir d'une disposition générale permettant de circonscrire les activités d'un actionnaire impliqué dans un stratagème de prise de contrôle rampante. En effet, l'article 10(g) de la *Directive 2004/109/CE*²⁵⁶ édicte qu'un investisseur doit être soumis à des règles de notification lorsque ce dernier s'adonne à des tactiques de « soft parking »²⁵⁷. Cette disposition se lit comme suit :

«Les exigences en matière de notification [...] s'appliquent également à une personne physique ou morale dans la mesure où elle a le droit d'acquérir, de céder ou d'exercer des droits de vote lorsque l'un des cas ci-après ou une combinaison de ces cas se présente [...] g) les droits de vote sont détenus par un tiers en son nom propre pour le compte de cette personne [...]».

De plus, le Parlement Européen ajoute aux obligations de divulgations antérieures, les positions au capital-actions d'une société acquises par l'entremise d'instruments dérivés à dénouement physique. Ainsi, l'article 13(1) de la *Directive 2004/109/CE* prévoit ce qui suit:

« Les obligations en matière de notification prévues à l'article 9 s'appliquent également à une personne physique ou morale qui détient, directement ou indirectement, des instruments financiers qui lui donnent le droit d'acquérir, de sa propre initiative uniquement, en vertu d'un accord formel, des actions, auxquelles sont attachés des droits de vote et déjà émises, d'un émetteur dont les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé²⁵⁸. ».

Les contrats d'option, les contrats à terme, les contrats d'échange, les accords de taux futurs ainsi que tous instruments financiers relatifs à des valeurs mobilières sont donc assujettis au système d'alerte européen du moment que ces ententes prévoient clairement une livraison physique des actions assimilées²⁵⁹.

²⁵⁶ *Id.*

²⁵⁷ D. A. ZETZSCHE, préc., note 247, 238.

²⁵⁸ *Directive 2004/109/CE du Parlement Européen et du conseil du 15 décembre 2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementaire et modifiant la directive 2001/34/CE.*, préc., note 243.

²⁵⁹ *Directive 2007/14/CE de la Commission du 8 mars portant modalités d'exécution de certaines dispositions de la directive 2004/109/CE sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé*, art. 11, en ligne : <file:///C:/Users/Clovis/Downloads/Dir%20UE%202007_14.pdf>.

Le pouvoir discrétionnaire d'acquérir les actions sous-jacentes, tel que mentionné par la *Directive 2004/109/CE*²⁶⁰, ne semble toutefois pas suffisant afin de combler les lacunes législatives en présence d'un contrat d'échange d'actions à dénouement exclusivement numéraire. Tel que discuté précédemment, les institutions financières, en l'absence d'un avenant à cet effet, ne peuvent être contraintes à délivrer les valeurs mobilières appariées à leur contrepartie. Seules les modalités commerciales liées aux opérations de couverture effectuées par les banques définissent l'intention de ces dernières à procéder à une livraison subséquente de leurs actifs détenus. Conséquemment, nul ne peut prétendre qu'une contrepartie à un instrument dérivé à dénouement exclusivement monétaire possède un pouvoir discrétionnaire, tel que mentionné par la *Directive 2004/109/CE*²⁶¹.

b) Le Royaume-Uni : le pionnier de l'assimilation totale

Pour faire suite à cette initiative du parlement européen, le *Financial Service Authority* a entrepris une consultation afin de déterminer quelles améliorations pourraient être apportées pour assurer l'efficacité des règles imposant une déclaration publique de participations importantes. L'autorité de surveillance britannique demeure la première entité européenne à soulever la nécessité de régulariser les contrats d'échanges d'actions à dénouement exclusivement monétaire. Plusieurs manufacturiers d'instruments dérivés ainsi que différents intervenants des marchés de gré à gré se sont manifestés afin de partager leurs appréhensions sur cette question. Cette consultation a donné naissance à un rapport (*Disclosure of contract for difference : Consultation and draft handbook*²⁶²) indiquant les principales préoccupations soulevées par l'autorité britannique. Tout d'abord, plusieurs intervenants ont exprimé leurs inquiétudes face au manque de transparence en présence d'instruments dérivés à dénouement exclusivement

²⁶⁰ *Directive 2004/109/CE du Parlement Européen et du conseil du 15 décembre 2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementaire et modifiant la directive 2001/34/CE.*, préc., note 243.

²⁶¹ Bernard FIELD, *Rapport sur les déclarations de franchissement de seuil de participation et les déclarations d'intention*, AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, 2008, en ligne : <<http://goo.gl/brFeuK>>.

²⁶² FINANCIAL SERVICES AUTHORITY, *Disclosure of contracts for difference, Consultation and draft handbook text*, Consultation Paper 07-20, 2007, en ligne : <http://www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cp07_20.pdf>.

numéraire²⁶³. Cette problématique engendre des difficultés importantes pour les émetteurs et leurs actionnaires dépourvus d'informations fondamentales, portant notamment, sur la répartition des intérêts économiques des valeurs mobilières en circulation sur les marchés financiers. De plus, plusieurs intervenants ont expliqué les dangers liés aux manœuvres de vote négatif introduites par les instruments dérivés²⁶⁴.

Le *Financial Service Authority* recommande une intervention législative immédiate afin d'éliminer tous les risques potentiels pouvant affecter la stabilité corporative de nombreux émetteurs. Les stratagèmes impliquant une propriété occulte, employés majoritairement par des fonds de gestion alternative, ont de fortes probabilités de causer : (i) de fausses représentations sur les marchés financiers de la valeur réelle des titres d'un émetteur; (ii) le processus d'offre publique d'achat et/ou d'échange entaché d'injustices pour l'émetteur et ses actionnaires; ainsi qu' (iii) une diminution de la confiance accordée par les investisseurs envers les marchés de gré à gré et les marchés boursiers accusant un manque d'intégrité et de transparence²⁶⁵. L'autorité de surveillance britannique constate les lacunes importantes de sa législation de franchissement de seuil en vigueur lors de leurs consultations. Les contrats d'échange d'actions à dénouement exclusivement numéraire accordent une position nettement plus favorable à leurs contreparties qu'à tout autre investisseur transigeant sur les marchés boursiers.

Selon le *Financial Service Authority* une propriété occulte est possible lorsqu'un fond de gestion alternative échappant aux systèmes d'alerte et de notification est en mesure : (i) d'influer sur la manière dont les institutions financières, parties aux contrats d'échange d'actions à dénouement exclusivement monétaire, exerceront leurs droits de vote, ou soit par (ii) le dénouement d'un contrat d'échange d'actions à dénouement exclusivement monétaire menant à une acquisition directe ou sur les marchés publics, des actions appariées²⁶⁶.

²⁶³ Arthur KIMBALL-STANLEY, « A tale of two cities: Regulating equity derivatives in New York and London », (2009) 32 *Boston College International and comparative Law Review* 455, 460.

²⁶⁴ FINANCIAL SERVICES AUTHORITY, préc., note 262.

²⁶⁵ A. KIMBALL-STANLEY, préc., note 263, 461.

²⁶⁶ FINANCIAL SERVICES AUTHORITY, préc., note 262.

L'autorité britannique conclut toutefois qu'il ne s'agit pas de défaillances sur les marchés financiers, mais bien de l'absence d'adaptation législative aux nouvelles réalités financières²⁶⁷. En effet tel qu'énoncé par le *Financial Service Authority* :

“[...] lack of full information itself is not a market failure [...] market imperfections are large enough to suggest that regulatory intervention has a realistic prospect of improving market outcomes²⁶⁸.”

Cette carence législative démontrée en 2008, pourrait potentiellement causer une méfiance de certains investisseurs à négocier sur les marchés de gré à gré. S'ajoute à cette réalité, des coûts supplémentaires encourus par les émetteurs afin d'amender leurs statuts constitutifs pour ainsi obliger tous actionnaires à divulguer toute propriété occulte. Ces craintes soulignées par le *Financial Service Authority* sont d'ailleurs corroborées par la littérature portant sur le sujet²⁶⁹. Malgré tout, l'expérience positive constatée par de nombreuses juridictions suite à l'adoption de nouvelles obligations de divulgation (France, Australie, Hong Kong, Nouvelle-Zélande et Suisse) prouve le bien-fondé de l'assimilation totale.

(i) *ISDA, SIFMA et ICMA : une intervention d'importants acteurs des marchés de gré à gré.*

Parmi les nombreux intervenants, un important joueur au sein des marchés de gré à gré s'est joint aux discussions entamées par l'autorité britannique. En effet, l'*Association Internationale des Swaps et Dérivés* (ci-après ISDA) est intervenue dans les recherches conduites par le *Financial Service Authority*. Malgré les efforts soutenus afin d'améliorer l'efficacité des marchés financiers anglais, ISDA demeure d'avis qu'aucune modification n'est nécessaire afin d'adapter la législation britannique aux abus liés aux instruments dérivés. ISDA considère qu'une acquisition des titres appariés liés aux contrats d'échange d'actions à dénouement exclusivement numéraire ne demeure qu'une faible probabilité ne nécessitant aucune intervention législative. Cette position est justifiée par les coûts

²⁶⁷ A. KIMBALL-STANLEY, préc., note 263, 462.

²⁶⁸ FINANCIAL SERVICES AUTHORITY, préc., note 262.

²⁶⁹ J. E. FISH, préc., note 62, 878.

faramineux associés à une telle réforme ainsi qu'une diminution probable de la négociation d'instruments dérivés sur les marchés de gré à gré²⁷⁰.

International Capital Market Association (« ICMA ») ainsi que Securities Industry and Financial Markets Association (« SIFMA ») partagent une opinion semblable. Ces deux organismes expriment leurs inquiétudes face au caractère singulier d'une utilisation des contrats d'échange d'actions dans l'objectif de cumuler une participation au sein d'un émetteur :

“The FSA's analysis does not bring actual examples of market failure caused by non-disclosed stake building using CFDs. CFDs themselves do not normally have access to voting rights - to the extent that they do provide such access they are already disclosable under the existing Disclosure and Transparency Rules (DTR). Indeed, the CP acknowledges that CFDs are not used as substitutes for shares on a systematic basis and do not lead to inefficient price formation²⁷¹.”

ICMA et SIFMA exposent de plus leurs inquiétudes face aux coûts liés à une modification du système d'alerte et de notification britannique. Toutefois, malgré leurs réticences, ces organismes suggèrent d'opter pour la solution du *safe harbour* afin de minimiser les impacts négatifs potentiels sur les marchés de gré à gré. Cette approche exige de toutes contreparties à un instrument dérivé de s'engager contractuellement à une divulgation de ses positions en présence d'une intention de cumuler une participation importante afin d'influer sur la gestion d'une société par actions. Cette solution fut longuement débattue par le *Financial Service Authority* tel que décrit ci-dessous.

Malgré l'ensemble de ces témoignages, le *Financial Service Authority* favorise une réforme du *Disclose and Transparency Rules*²⁷² afin de répondre aux inquiétudes liées aux répercussions hypothétiques sur la gouvernance d'un émetteur et des changements importants à la liquidité des titres en découlant.

²⁷⁰ M. KETTUNEN et W.-G. RINGE, préc., note 87, 10.

²⁷¹ Ondrej PETR, Christian KROHN, INTERNATIONAL CAPITAL MARKET ASSOCIATION et SECURITIES INDUSTRY AND FINANCIAL MARKETS ASSOCIATION, *Joint SIFMA/ICMA response to the FSA Consultation Paper on disclosure of contracts for difference*, 12 février 2008, en ligne : <file:///C:/Documents%20and%20Settings/z82919/My%20Documents/Downloads/f17099a9-0a2b-4a2e-8cff-9751d1a7ead7.pdf>.

²⁷² *Disclosure rules and Transparency rules (DTR)*, en ligne : <<http://fshandbook.info/FS/html/FCA/DTR/>>.

(ii) *Les recommandations du Financial Service Authority : Quelles sont les solutions proposées?*

Au cours du printemps 2008, différents acteurs des marchés de gré à gré ont exigé du *Financial Service Authority* de publier leurs recommandations afin de contrer les effets négatifs engendrés par l'utilisation abusive d'instruments dérivés. Leurs interrogations portaient principalement sur le traitement réglementaire accordé à ces ententes contractuelles. Seront-elles régies par une catégorisation des instruments dérivés ou par les fins pour lesquelles de telles ententes sont conclues²⁷³?

Les délibérés du *Financial Service Authority* ont mené à une proposition de trois solutions envisagées afin de légiférer l'activiste actionnarial par l'entremise de contrats d'échange d'actions à dénouement exclusivement numéraire : (i) le statu quo à la situation en vigueur au moment des consultations qui correspondait à une obligation de divulgation d'un acquéreur d'un instrument dérivé à dénouement physique; (ii) un système de notification générale requérant tous investisseurs de divulguer leurs positions résultant de la négociation de tous instruments dérivés; ou (iii) la solution du *safe harbour*²⁷⁴. Cette dernière proposition exigerait de toutes les longues contreparties de s'engager contractuellement aux trois conditions cumulatives suivantes : (i) l'entente entre les contreparties devra prévenir la longue contrepartie d'exercer une influence réelle sur l'institution financière détenant les actions assimilées; (ii) le contrat d'échange d'actions devra prévoir une clause empêchant la longue contrepartie d'acquérir les actions assimilées lors de son dénouement; et (iii) la longue contrepartie devra s'engager par écrit sur son intention de ne pas s'immiscer dans la gouvernance de l'entreprise visée par le contrat d'échange d'actions²⁷⁵. Cet engagement devra toutefois être véritable et se prolonger durant le terme prévu au contrat. En l'absence d'une conformité à l'une ou l'autre de ces conditions, l'investisseur se retrouverait alors dans l'obligation de dévoiler sa position au capital-actions d'un émetteur lors du franchissement de seuil imposé par le législateur. Cette proposition de solution envisageait de plus, la possibilité pour un

²⁷³ A. KIMBALL-STANLEY, préc., note 263, 461.

²⁷⁴ M. LE QUILLEC, préc., note 193, p. 41.

²⁷⁵ M. KETTUNEN et W.-G. RINGE, préc., note 87, 32.

émetteur de requérir de l'information de la part de tous investisseurs provocants un doute raisonnable sur ses intentions réelles. En plus d'éviter aux autorités réglementaires de se lancer dans une appréciation systémique des intentions réelles des investisseurs, cette proposition assure aux institutions financières d'éviter d'être suspectées d'agir de concert avec un investisseur s'immiscent malicieusement dans la gouvernance d'une entreprise²⁷⁶. La proposition du *safe harbour* accuse toutefois de faiblesses flagrantes à la fois dénoncées par ISDA ainsi que par la Commission Européenne. L'aspect prédominant de la subjectivité caractérisant une obligation se fondant principalement sur les intentions d'un investisseur en inquiètent plusieurs. En effet, une contrepartie pourrait aisément contourner ses obligations contractuelles par un amendement ou une résolution du contrat d'instrument dérivé et ainsi acquérir un grand nombre d'actions assimilées par un dénouement physique simultané. Conséquemment, la finalité de la législation de franchissement de seuil ne serait donc pas respectée. Le *Financial Services Authority* justifia donc son choix d'imposer des règles d'assimilation totale des instruments dérivés en raison de la complexité probable du système de « *safe harbour* », de la forte probabilité pour les contreparties de se soustraire à de telles obligations d'intention ainsi que la difficulté de mise en application²⁷⁷ d'un tel système.

L'autorité britannique s'est en premier lieu attaquée aux règles de notification entourant les offres publiques d'achat et/ou d'échange. Le « *Takeover Code*²⁷⁸ » a été amendé en novembre 2005 afin d'y inclure tous impacts générés par les instruments dérivés. Désormais, une position économique doit être incluse dans les calculs des positions imposant à l'investisseur concerné de déclencher une offre publique d'achat et/ou d'échange. De plus, l'actionnaire engagé dans une telle opération d'acquisition de participation importante doit divulguer toutes transactions subséquentes modifiant ainsi sa position économique initiale de plus de 1%, à la baisse ou à la hausse, pas l'entremise d'instruments dérivés²⁷⁹. La doctrine considère cette modification applicable en situation

²⁷⁶ M. LE QUILLEC, préc., note 193, p. 42.

²⁷⁷ M. KETTUNEN et W.-G. RINGE, préc., note 87, 36.

²⁷⁸ *The city code on takeovers and mergers*, en ligne : <<http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/code.pdf>>.

²⁷⁹ *City Code on Takeovers and Mergers*, art. 8.3, en ligne : <<http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/code.pdf>>.

d'offres publiques, satisfaisantes en raison de la vulnérabilité de l'émetteur en pareilles circonstances²⁸⁰. L'émetteur nécessite toute l'information entourant la position adoptée par son futur acquéreur afin de se prémunir contre une telle offense ou afin de prendre une décision adéquate relativement à la rentabilisation de ses actionnaires²⁸¹.

Le 1^{er} juin 2009, le *Takeover Panel* procéda à une amélioration de son système d'alerte et de notification par une assimilation totale de tous instruments financiers²⁸² conférant les mêmes caractéristiques que celles exercées lors d'une détention effective des actifs sous-jacents²⁸³. Le seuil déclenchant une telle notification publique a été fixé à 3%. L'article 5.3.1R du *Disclosure & Transparency Rules*²⁸⁴ se lit comme suit :

²⁸⁰ D. WREY, préc., note 86.

²⁸¹ M. KETTUNEN et W.-G. RINGE, préc., note 87, 29.

²⁸² *Disclosure rules and Transparency rules (DTR)*, préc., note 272 En vertu de l'article 5.3.2: « (1) transferable securities and options, futures, swaps, forward rate agreements and any other derivative contracts, as referred to in Section C of Annex 1 of MiFID, shall be considered to be qualifying financial instruments provided that they result in an entitlement to acquire, on the holder's own initiative alone, under a formal agreement, shares to which voting rights are attached, already issued of an issuer whose shares are admitted to trading on a regulated market or a UK prescribed market; (2) the instrument holder must enjoy, on maturity, either the unconditional right to acquire the underlying shares or the discretion as to his right to acquire such shares or not; (3) a1 « formal agreement » means an agreement which is binding under applicable law.

²⁸³ *Id.* En vertu de l'article 5.3.3: For the purposes of DTR 5.3.1R (1)(a) and to give effect to Directive 2004/109/EC (TD), qualifying financial instruments should be taken into account in the context of notifying major holdings, to the extent that such instruments give the holder an unconditional right to acquire the underlying shares or cash on maturity. Consequently, qualifying financial instruments should not be considered to include instruments entitling the holder to receive shares depending on the price of the underlying share reaching a certain level at a certain moment in time. Nor should they be considered to cover those instruments that allow the instrument issuer or a third party to give shares or cash to the instrument holder on maturity.' (2) (a) a financial instrument has a similar economic effect to a qualifying financial instrument in DTR 5.3.1R (1)(a) if its terms are referenced, in whole or in part, to an issuer's shares and, generally, the holder of the financial instrument has, in effect, a long position on the economic performance of the shares, whether the instrument is settled physically in shares or in cash. This is because such an instrument may give the holder the potential to gain an economic advantage in acquiring, or gaining access to, the underlying shares. For example, that result may occur because of the likelihood that the counterparty will have hedged with the underlying shares or with an instrument which may provide access to such shares. The holder may then be in a more advantageous position, compared to other market users (i.e. other potential purchasers of the shares), to gain access to those shares, either directly from the counterparty, or indirectly, for example in the market following sale by the counterparty; (b) « long » derivative financial instruments not having a linear, symmetric pay-off profile in line with the underlying shares (that is, instruments not having a « delta 1 » profile, for example cash-settled options) should be considered to have an economic effect, in relation to the underlying shares represented, similar to that of a qualifying financial instrument, only in the proportion which is equal to the delta of the instrument at any particular point in time. So, for an instrument with a delta of 0.5 on a particular day, the instrument will provide a « similar economic effect » in half of the underlying shares represented. This will mean that holders may need to monitor delta changes at the end of each trading day in order to determine whether a disclosure is required'.

²⁸⁴ *Id.*

« (1) A person must make a notification in accordance with the applicable thresholds in DTR 5.12R in respect of any financial instruments which they hold, directly or indirectly, which:(a) are qualifying financial instruments within DTR 5.32R; (i) are referenced to the shares of an issuer, other than a non-UK issuer and (ii) have similar economic effects to (but which are not) qualifying financial within DTR 5.32R. ».

Le Royaume-Uni a ainsi modernisé sa législation de franchissement de seuil en démontrant une capacité d'adaptation à l'évolution des marchés boursiers, tout en créant une avancée spectaculaire dont la majorité des juridictions s'y sont référée ultérieurement.

c) La France emboite le pas de son voisin le Royaume-Uni.

(i) AMF et l'assimilation totale?

La France n'a pas échappé à l'expansion des stratagèmes de prise de contrôle rampante impliquant la négociation d'instruments dérivés sur les marchés de gré à gré. Tel que décrit précédemment, en octobre 2010, la société LVMH a réussi à se cumuler une position économique équivalente à 17,07% du capital-actions de la société Hermès International, et ce, sans divulguer une telle information sur les marchés financiers. La famille Hermès s'est alors empressée de déplorer une telle prise de contrôle bafouant le régime de franchissement de seuil établi en vertu du droit français. En réaction à cette polémique, l'Autorité des marchés financiers a procédé à la promulgation de la loi n. 2012-387 du 22 mars 2012 relative à la simplification du droit et à l'allégement des démarches administratives²⁸⁵.

Antérieurement à l'adoption de ces nouvelles mesures, les autorités françaises ont publié un rapport²⁸⁶ relatif aux propriétés occultes ainsi que des remèdes pouvant éviter l'évincement de la législation de franchissement de seuil en vigueur. Ce rapport souligne la fragilisation du système d'alerte et de notification par les instruments dérivés. Des répercussions importantes en découlent sur les marchés boursiers, telles que la menace

²⁸⁵ M. LE QUILLEC, préc., note 193, p. 5.

²⁸⁶ B. FIELD, préc., note 261.

probables d'ébranler la stabilité corporative des émetteurs, une augmentation de la spéculation, une asymétrie de l'information divulguée ainsi que des données faussées relativement au flottant réellement disponible²⁸⁷. Les actionnaires et les investisseurs se retrouvent alors floués par une diminution significative de leur pouvoir décisionnel, un changement des administrateurs en place par de nouveaux ne détenant pas nécessairement les intérêts économiques à la rentabilisation de l'entreprise, un détournement des règles implantées en vertu des offres publiques d'achat et/ou d'échange ainsi que l'apparition de conflits d'intérêts²⁸⁸.

(ii) Un premier pas vers l'assimilation totale.

Afin d'assurer aux investisseurs de transiger sur des actions de sociétés publiques reflétant leur juste valeur marchande, les autorités législatives françaises ont tranquillement réformé leur système d'alerte et de notification en vigueur. Le législateur a d'abord procédé à l'adoption, le 30 janvier 2009, de l'ordonnance no 2009-105²⁸⁹. De nouvelles dispositions incluent à présent, dans le calcul des seuils de franchissement, certains instruments dérivés à dénouement physiques susceptibles de conférer une « propriété virtuelle » au capital-actions d'une société cotée en bourse²⁹⁰. Le système d'alerte et de notification est désormais un régime double nécessitant des déclarations en « dur » et de l'information séparée²⁹¹ relativement aux contrats d'échange d'actions à dénouement monétaire²⁹². Ces avenants avaient pour objectif d'harmoniser la loi française à la Directive 2007/14/CE de la Commission du 8 mars 2007 portant modalités d'exécution de certaines dispositions de la directive 2004/109/CE sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé. Le système français

²⁸⁷ M. LE QUILLÉC, préc., note 193, p. 7.

²⁸⁸ M. KETTUNEN et W.-G. RINGE, préc., note 87, 29.

²⁸⁹ Ordonnance n° 2009-105 du 30 janvier 2009 relative aux rachats d'actions, aux déclarations de franchissement de seuils et aux déclarations d'intentions, 3 janvier 2009, en ligne : <<http://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?cidTexte=JORFTEXT000020176274>>.

²⁹⁰ *Id.*

²⁹¹ B. LAURENT-VELLUE, préc., note 192.

²⁹² Philippe MARINI, *Proposition de loi tendant à améliorer l'information du marché financier en matière de franchissement de seuils en droit boursier*, Projet de loi, 695, SÉNAT (FRANCE), 2011, p. 9, en ligne : <<http://www.senat.fr/leg/pp110-695.pdf>>.

accroît alors substantiellement sa transparence, sans toutefois procéder à une assimilation totale pourtant préconisée par certains²⁹³. Les faits LVMH/Hermès International surgissent quelque temps postérieurement à l'entrée en vigueur de cette ordonnance de 2009 et démontrent clairement les lacunes de cette première avancée législative. En regard de ces faits, l'Autorité des marchés financiers justifie sa proposition d'amendement impliquant une assimilation totale de tous instruments dérivés de la manière suivante :

«Le renforcement de la transparence de l'actionnariat, le contexte européen et la nécessité de disposer d'un régime qui sont à la fois pérennes, exhaustifs et neutres au regard de l'innovation financière militent en faveur de la mise en place d'un dispositif de déclaration par assimilation de tous les instruments financiers susceptibles d'exercer un effet économique similaire à la détention d'actions²⁹⁴. ».

Selon l'opinion de l'Autorité des marchés financiers, la principale faille de la réforme édictée par le Sénat français en 2009 réside dans les déclarations dites d'information séparée portant sur les contrats d'échange d'actions à dénouement exclusivement monétaire. Ces instruments dérivés ne font l'objet d'une notification qu'en présence d'un franchissement de seuil d'une détention « en dur » édicté par la loi²⁹⁵. Il demeure alors possible pour un investisseur de dissimuler sa participation au capital-actions d'une société publique, pourvu que sa propriété effective n'outrepasse pas un seuil de 5%. Une problématique identique²⁹⁶ intervient relativement aux déclarations en présence d'une offre publique d'achat et/ou d'échange obligatoire²⁹⁷.

(iii) Le régime de l'assimilation totale français.

Ce n'est que le 22 mars 2012, par l'entrée en vigueur de la loi no. 2012-387, que la France transposa des dispositions imposant une assimilation totale de tous les instruments dérivés se négociant sur les marchés de gré à gré. Leurs modifications sont alors calquées sur les principes établis par le Royaume-Uni et exigent désormais une déclaration publique en présence d'un franchissement de seuil déclenché par une position

²⁹³ M. LE QUILLEC, préc., note 193, p. 10.

²⁹⁴ P. MARINI, préc., note 292, p. 14.

²⁹⁵ *Id.*, p. 7.

²⁹⁶ *Id.*, p. 8.

²⁹⁷ *C. monét. et Fin.*, art. 433-3.

exclusivement économique d'un investisseur²⁹⁸. De plus, les techniques de compensation effectuées par une position courte détenue par d'autres instruments dérivés, dans l'objectif d'éluder ces récentes obligations de divulgation, sont interdites. Lors du déclenchement des obligations de notification publique, l'actionnaire doit également identifier ses intentions quant au dénouement des instruments dérivés dont il est parti. L'autorité de surveillance a toutefois exclu du calcul de franchissement de seuil les instruments dérivés à dénouement exclusivement en espèces, en période d'offre publique d'achat et/ou d'échange.

L'article 233-9 du Code de commerce²⁹⁹ se lit désormais comme suit :

« Sont assimilés aux actions ou aux droits de vote possédés par la personne tenue à l'information prévue à l'article L. 233-7 : 1° les actions ou les droits de vote possédés par d'autres personnes pour le compte de cette personne; [...] 4° les actions déjà émises que cette personne [...] est en droit d'acquérir à sa seule initiative, immédiatement ou à terme, en vertu d'un accord ou d'un instrument financier mentionné à l'article L. 211-11 du code monétaire et financier. Il en va de même pour les droits de vote que cette personne peut acquérir dans les mêmes conditions; 4° bis les actions déjà émises sur lesquelles porte tout accord ou instrument financier mentionné à l'article L. 211-1 du code monétaire et financier réglé en espèces et ayant pour cette personne [...] un effet économique similaire à la possession desdites actions. Il en va de même pour les droits de vote sur lesquels porte, dans les mêmes conditions, tout accord ou instrument financier ; [...] ». ».

L'article 233-7 du Code de commerce³⁰⁰ énonce ce qui suit :

« La personne tenue à l'information prévue au premier alinéa précise en outre dans sa déclaration : a) le nombre de titres qu'elle possède donnant accès à terme aux actions à émettre et les droits de vote qui y seront attachés ; b) Les actions déjà émises que cette personne peut acquérir, en vertu d'un accord ou d'un instrument financier mentionné à l'article L. 211-1 du code monétaire et financier, sans préjudice des dispositions des 4° et 4° bis du I de l'article L. 233-9 du présent code. Il en est de même pour les droits de vote que cette personne peut acquérir dans les mêmes conditions. ».

Tout comme la méthode de comptabilisation préconisée au Royaume-Uni, seuls les droits de votes et/ou actions effectivement détenues par l'institution financière pour effet de couverture devront être pris en compte dans le calcul du franchissement de seuil. La méthode nominale a été rejetée dans l'objectif d'une conformité uniforme en prévision de la réforme envisagée par le Parlement Européen. Ainsi, l'instruction n° 2010-08 du 9 novembre 2010 relative à la déclaration des positions courtes nettes à l'AMF définit le delta comme suit :

²⁹⁸ M. LE QUILLEC, préc., note 193, p. 10.

²⁹⁹ *C. monét. et Fin.*, préc., note 297.

³⁰⁰ *Id.*

« [...] la sensibilité de la valeur théorique de l'instrument considéré par rapport aux variations du cours sous-jacent, cette valeur théorique étant calculée, en cas de besoin, sur la base d'une volatilité implicite cohérente avec les informations disponibles. Le delta est calculé au cours de clôture de l'action sous-jacente. » L'AMF préconise d'utiliser un delta « issu d'une source fiable, communément reconnue comme telle par les professionnels de la place et d'être en mesure de fournir, sur demande, les hypothèses de calcul du delta utilisé (en particulier la volatilité) ».

d) Les États-Unis : Une réforme tardive.

Malgré la possibilité pour un émetteur d'avoir recours à des « *poison pills* » limitant ainsi les effets néfastes d'une prise de contrôle rampante et/ou du vote négatif, une réforme législative demeure indispensable afin de préserver une transparence et l'intégralité des marchés financiers américains. Cette stabilité est d'ailleurs publiquement menacée par certains fonds de gestion alternative déclarant leur emploi de ces stratagèmes dans l'unique objectif de dissimuler leurs positions au capital-actions d'un émetteur. Tel est le cas d'Atticus, ayant indiqué au *Wall Street Journal*³⁰¹ son utilisation fréquente d'instruments dérivés afin de contourner la législation de franchissement de seuil³⁰².

Les premières interventions des autorités américaines sont survenues subséquemment à la polémique causée par l'arrêt *CSX Corp. v. Children's Investment Fund Management (UK) LLP*. Ce jugement a grandement contribué aux suggestions provenant de différents auteurs afin de pallier les lacunes attachées au *Securities Exchange Act of 1934*³⁰³. Notamment, l'auteur Brian T. Sullivan soutient que seul un élargissement du champ d'application de la définition de « *beneficial ownership* » édictée à l'article 13d-3(a)³⁰⁴ pourrait contrer les conséquences néfastes découlant des prises de contrôle rampantes. Les tribunaux ne possèdent toutefois pas cette faculté d'amender la volonté législative exprimée par le *Securities and Exchange Commission*³⁰⁵. L'intervention du législateur est donc réclamée par de nombreux articles de doctrine, requérant une solution similaire à

³⁰¹ Gregory ZUCKERMAN, « Concentration proves winner at hedge fund, Atticus beats a path that others follow; risk in similar bets? », *Wall Street Journal* 2007, en ligne : <<http://www.wsj.com/articles/SB117910509176201545>>.

³⁰² B. BLACK et H. T. C. HU, préc., note 69, 636.

³⁰³ *Securities Exchange Act of 1934*, préc., note 106.

³⁰⁴ *Id.*

³⁰⁵ R. T. LAW, préc., note 118, 283.

l'assimilation totale dans l'objectif de capturer l'ensemble des investisseurs se prêtant à la négociation de contrats d'échange d'actions à dénouement exclusivement économique³⁰⁶.

Les attentes de la doctrine et des différents acteurs des marchés boursiers américains ont été respectées par l'adoption du *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*³⁰⁷ (ci-après « Dodd-Frank »), en 2010. L'article 766³⁰⁸ de cette nouvelle législation amende l'article 13(d)(1), 13(f)(1), 13(g)(1) et 16 du *Securities Exchange Act of 1934*³⁰⁹ afin d'y inclure les contrats d'échange d'actions dans le calcul du seuil de franchissement de détention effective des titres d'un actionnaire. Cette disposition se lit comme suit :

(b) Beneficial ownership reporting – Section 13 of the Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78m) is amended - (1) in subsection (d)(1), by inserting “or otherwise becomes or is deemed to become a beneficial owner of any of the foregoing upon the purchase or sale of a security-based swap that the Commission may define by rule [...]”; and (2) in subsection (g)(1), by inserting “or otherwise becomes or is deemed to become a beneficial owner of any security of a class described in subsection (d)(1) upon the purchase or sale of a security-based swap that the Commission may define by rule.”

(c) Reports by institutional investment managers – Section 13(f)(1) of the Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78m(f)(1)) is amended by inserting “or otherwise becomes or is deemed to become a beneficial owner of any security of a class described in subsection (d)(1) upon the purchase or sale of a security-based swap that the Commission may define by rule.”

(e) Section 13 of the Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78m) is amended by adding at the end the following: “(o) Beneficial Ownership - For purposes of this section and section 16, a person shall be deemed to acquire beneficial ownership of an equity security based on the purchase or sale of a security based swap, only to the extent that the Commission, by rule, determines after consultation with the prudential regulators and the Secretary of the Treasury, that the purchase or sale of the security-based swap, or class of security-based swap, provides incidents of ownership comparable to direct ownership of the equity security, and that it is necessary to achieve the purposes of this section that the purchase or sale of the security-based swaps, or class of security-based swap, be deemed the acquisition of beneficial ownership of the equity security.”

Ces dispositions demeurent toutefois sujettes aux spécifications ultérieures devant être fournies par le *Securities and Exchange Commission*³¹⁰. Désormais, il relève entièrement de la responsabilité de cette autorité de surveillance de déterminer les instruments dérivés

³⁰⁶ S. M. DONAHUE, préc., note 88, 251.

³⁰⁷ *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, préc., note 154.

³⁰⁸ *Id.*

³⁰⁹ *Securities Exchange Act of 1934*, préc., note 106.

³¹⁰ IRRIC INSTITUTE, préc., note 9, p. 37.

et autres arrangements synthétiques qui seront soumis à une obligation de divulgation³¹¹. Le champ d'application de l'autorité du *Securities and Exchange Commission* se répartit comme suit:

« (1) categorize different types of securities-based swaps, (2) require disclosure of some and (3) specify that reporting the promptly updated to reflect changes in the level of economic ownership of the beneficially-owned shares changes³¹².».

De surcroît, le législateur américain prévoit des pouvoirs additionnels punitifs dévolus au *Securities and Exchange Commission*, susceptibles d'être imposés aux contrevenants. Désormais, toute personne légitimement reconnue par un tribunal de s'être soustraite aux obligations de divulgation en vertu du *Securities Exchange Act of 1934*³¹³ peut encourir des pénalités civiles pécuniaires édictées par le *Securities and Exchange Commission*³¹⁴. Les amendements tel que proposés par le législateur américain sont donc tributaires des volontés de l'autorité de surveillance américaine. Actuellement, le *Securities and Exchange Commission* n'a toujours pas procédé à l'adoption d'une telle réglementation, reportant ainsi l'assimilation totale de tous instruments dérivés. La situation actuelle prévalant aux États-Unis n'encadre donc pas les instruments dérivés.

Malgré, la contribution importante de la doctrine et du Congrès américain, la solution jurisprudentielle et législative actuelle contraint les intervenants des marchés boursiers à se fier uniquement aux limites imposées par l'arrêt *CSX Corp. v. Children's Investment Fund Management (UK) LLP*. L'évaluation présomptive de l'influence probable exercée par un fond de gestion alternative provoque une situation d'incertitude démontrée sur les marchés financiers américains. L'omission du juge Kaplan de statuer sur le niveau d'influence et/ou du type d'arrangement ou de plans nécessaires au déclenchement des obligations de divulgation contribue grandement à cette inefficience. Les intervenants des marchés américains pourront toutefois se rabattre sur les quelques lignes directrices actuellement édictées en vertu du *Securities Exchange Act of 1934*³¹⁵ juxtaposées aux enseignements des tribunaux. En effet, certaines dispositions de la loi américaine

³¹¹ SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, préc., note 115.

³¹² IRRC INSTITUTE, préc., note 9, p. 30.

³¹³ *Securities Exchange Act of 1934*, préc., note 106.

³¹⁴ COLOMBO RONALD J., préc., note 112, 331.

³¹⁵ *Securities Exchange Act of 1934*, préc., note 106.

apportent, dans une certaine mesure, une protection à l'encontre d'un cumul furtif au capital-actions d'une société par l'entremise d'instruments dérivés. Ainsi, les contrats d'échange d'actions à dénouement physique ou comportant des termes et conditions indiquant les paramètres de l'exercice du droit de vote par une contrepartie seront sujets à une notification publique³¹⁶. De plus, tout initié (10% ou plus du capital-actions d'un émetteur) est tenu de notifier ses positions exclusivement économiques lorsqu'un seuil prédéterminé est atteint en vertu de l'article 16 du *Securities Exchange Act*³¹⁷. Ces dispositions demeurent toutefois insuffisantes et allouent une possibilité pour un investisseur de cumuler une position ésotérique³¹⁸. Par exemple, tout investisseur institutionnel est soumis à une divulgation d'une participation équivalente ou supérieure à 10% du capital-actions d'une société publique en vertu du Schedule G. Tel qu'expliquée précédemment, cette obligation de divulgation diffère de celle prévue au Schedule D relativement aux types d'informations devant être dévoilées. Un investisseur opéra pour le Schedule G lorsque son acquisition sera réalisée dans le cours ordinaire des affaires de l'investisseur institutionnel et n'aura pas pour objet de modifier ou d'influencer le contrôle de l'émetteur. Les différentes modalités temporelles représentent alors un avantage indéniable pour un investisseur institutionnel se qualifiant pour une divulgation en vertu du Schedule 13(g). En effet, une diminution de sa position afin d'atteindre un seuil inférieur à 5%, et ce, préalablement avant la fin de l'année, libérera un investisseur institutionnel de toute obligation de divulgation. De ce fait, une position équivalente à 4.9% ou 9.9% du capital-actions d'un émetteur peut causer un impact substantiel sur l'issue d'un vote d'actionnaires, et ce, particulièrement lorsque seule une majorité simple est requise³¹⁹.

³¹⁶ B. BLACK et H. T. C. HU, préc., note 69, 635.

³¹⁷ *Securities Exchange Act of 1934*, préc., note 106.

³¹⁸ B. BLACK et H. T. C. HU, préc., note 69, 654.

³¹⁹ J. COHEN, préc., note 74, 238.

e) Le Canada : L'assimilation totale sous consultation

(i) Le système québécois et canadien; une prévention de la propriété occulte limitée.

Actuellement, les montées au capital-actions d'une société publique par l'entremise d'instruments dérivés ne seront dévoilées que suite au déclenchement de la déclaration initiale d'un initié. En vertu de la *Loi sur les valeurs mobilières*³²⁰, un « initié » est une personne détenant une emprise³²¹ sur plus de 10% des droits de vote du capital-actions d'un émetteur³²². Il faut alors s'interroger sur la signification de la notion « d'emprise » employée par le législateur. L'article 91 de la *Loi sur les valeurs mobilières*³²³ fournit quelques lignes directrices :

« Toute personne qui peut exercer à son gré le droit de vote afférent à des titres qui ne lui appartiennent pas est réputée exercer une emprise sur ces titres ».

Il en résulte donc que seule la démonstration, par une prépondérance de preuves, indiquant sans équivoque une forte influence exercée par une longue contrepartie sur la manière dont l'institution financière utilisera les droits de vote permettra de déclarer un tel investisseur en tant qu'initié.

La partie 5 du *Règlement 62-104*³²⁴ comporte aussi des règles de notification analogues à celles prévues en vertu de la *Loi sur les valeurs mobilières*³²⁵. Cette réglementation réfère à la notion de propriété véritable qui peut être définie par la capacité pour un investisseur : (i) d'exercer les droits de vote relatifs aux titres d'un émetteur; ou (ii) d'aliéner et d'acquérir ces mêmes titres. Tout comme la législation québécoise, cette réglementation canadienne décrète le seuil de franchissement pour une déclaration initiale équivalente à 10% du capital-actions d'un émetteur.

³²⁰ *Loi sur les valeurs mobilières*, préc., note 5.

³²¹ *Id.*, art. 90: « Exerce une emprise sur des titres la personne qui en est propriétaire ou qui les contrôle. » .

³²² *Id.*, art. 89.1 « Est un initié: [...] 3° la personne qui exerce une emprise sur plus de 10% des droits de vote rattachés à l'ensemble des titres avec droit de vote de l'émetteur qui sont en circulation, à l'exclusion des titres pris ferme pendant la durée du placement; [...] » .

³²³ *Loi sur les valeurs mobilières*, préc., note 5.

³²⁴ *Règlement 55-104 sur les exigences et dispenses de déclaration d'initié*, L.R.Q. c. V-1.1, r.31, p. 55, en ligne : <<https://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/valeurs-mobilieres/55-104/2010-04-30/2010avril30-55-104-vadmin-fr.pdf>>.

³²⁵ *Loi sur les valeurs mobilières*, préc., note 5.

Cependant, dès lors qu'un actionnaire franchit ce seuil initial, une divulgation de tous les contrats d'échange d'actions à dénouement physique ou numéraire est imposée. En effet, en vertu de l'article 89.3 de la *Loi sur les valeurs mobilières*³²⁶ :

« L'initié à l'égard d'un émetteur assujéti [...] doit, conformément aux conditions et modalités déterminées par règlement, déposer une déclaration indiquant notamment [...] tout droit dans un instrument financier lié³²⁷ à des titres de l'émetteur ou tout droit ou toute obligation découlant de cet instrument ainsi que présenter toute autre information prévue par règlement ».

La déclaration initiale d'un initié doit donc comporter toutes opérations financières conclues avec une contrepartie. De plus, toute modification ultérieure à sa participation au capital-actions d'un émetteur doit faire l'objet de déclarations subséquentes. En vertu de l'article 3.3 du *Règlement 55-104*³²⁸ :

« L'initié assujéti dépose une déclaration d'initié à l'égard de l'émetteur assujéti indiquant tout changement dans les renseignements suivants dans un délai de 5 jours après le changement : a) la propriété véritable de titres de l'émetteur assujéti ou l'emprise directe ou indirecte qu'il exerce sur de tels titres; b) ses droits ou intérêts dans tout instrument financier lié à un titre de l'émetteur assujéti ou ses obligations relatives à un tel instrument³²⁹ ».

Notons que le législateur québécois crée une présomption de modification d'emprise sur les titres d'un émetteur lorsqu'une personne acquiert ou aliène un instrument financier lié ou tout instrument dérivé, tel que défini par la *Loi sur les instruments dérivés*³³⁰, sur un tel actif sous-jacent³³¹. Il demeure alors aisé pour un investisseur de dissimuler une participation importante au capital-actions d'un émetteur malgré l'apport d'informations devant être fournies suite à une déclaration initiale. Toute personne cumulant une propriété occulte importante, sans jamais franchir le seuil prescrit, n'est donc soumise à aucune obligation de divulgation. Les tactiques de prise de contrôle rampantes ne seront

³²⁶ *Id.*

³²⁷ *Id.*, art. 89.2 « Est un instrument financier lié: 1° tout instrument, accord ou titre dont la valeur, le cours ou les obligations de paiement sont fonction de la valeur, du cours ou des obligations de paiement d'un titre; 2° tout autre instrument, accord ou toute convention qui a un effet même indirect sur l'intérêt financier d'une personne dans un titre ». De plus, en vertu de l'article 89.1 de la *Loi sur les valeurs mobilières* l'intérêt financier se définit comme suit : « Constitue un intérêt financier, soit le droit de recevoir un avantage ou un rendement découlant d'un titre ou la possibilité d'y participer, soit l'exposition à un risque de perte liée à un titre ».

³²⁸ *Règlement 55-104 sur les exigences et dispenses de déclaration d'initié*, préc., note 324.

³²⁹ *Id.*

³³⁰ *Loi sur les instruments dérivés*, L.R.Q. c. I-14.01.

³³¹ *Loi sur les valeurs mobilières*, préc., note 5, p. 92.

donc freinées par aucune disposition législative. Il s'agit de la situation réglementaire prévalant en France avant l'adoption d'une réforme en 2011.

(ii) *Les modifications au régime d'alerte actuel; l'assimilation totale.*

Les interrogations et inquiétudes des ACVM et de l'Autorité des marchés financiers relatives aux prises de contrôle rampantes et aux situations de vote vide ont débuté dès leurs premières apparitions sur le territoire européen et américain. Toutefois, bien que ces organismes publicisent leurs intérêts communs à rectifier les solutions d'abus en présence d'instruments dérivés, aucune mesure réglementaire ne légifère concrètement la question.

Le 19 décembre 2008, l'Autorité des marchés financiers a publié un Avis de consultation sur le projet de *Règlement 55-104 sur les exigences et dispenses de déclaration d'initié*³³². Cette publication faisait état des difficultés rencontrées sur les marchés américains aux prises avec des tactiques d'activisme actionnarial par l'entremise d'instruments dérivés. La réforme établie au système d'alerte et de notification britannique a de plus été soulevée. Certains intervenants des marchés financiers se sont joints aux discussions entreprises par l'autorité de surveillance afin de partager leurs préoccupations sur le sujet³³³. Toutefois, le *Règlement 55-104*³³⁴, lors de son adoption en avril 2010, ne comporte aucune modification traitant des problématiques engendrées par les instruments dérivés.

L'Autorité des marchés financiers, en collaboration avec les ACVM, a déposé par après le 13 mars 2013, un projet de règlement modifiant le *Règlement 62-103 sur le système d'alerte et questions connexes touchant les offres publiques et les déclarations d'initiés*³³⁵. L'autorité réglementaire québécoise désire apporter des amendements aux obligations de déclaration initiale par : (i) une modification du seuil de franchissement

³³² *Règlement 55-104 sur les exigences et dispenses de déclaration d'initié*, préc., note 324.

³³³ Autorité DES MARCHÉS FINANCIERS, « Avis de publication, Règlement 55-104 sur les exigences et dispenses de déclaration d'initié et abrogation de textes précédents connexes », (2010) 7-3 *Bulletin de l'Autorité des marchés financiers*.

³³⁴ *Règlement 55-104 sur les exigences et dispenses de déclaration d'initié*, préc., note 324.

³³⁵ *Règlement 62-103 sur le système d'alerte et questions connexes touchant les offres publiques et les déclarations d'initiés*, préc., note 80.

établissant un « initié » afin de l'abaisser à une participation équivalente ou supérieure à 5% du capital-actions d'un émetteur assujetti; (ii) un enrichissement du contenu de l'information afin d'intégrer les positions occultes ou de vote vide et/ou négatif, détenues par l'entremise de contrats d'échange d'actions à dénouement physique ou numéraire.

Les ACVM appuient ces modifications en soulignant la désuétude du seuil actuel de 10% ayant été fixé en 1987. Ce seuil ne permet pas de répondre aux nouvelles difficultés d'ingérence grandissante des actionnaires au sein de la gouvernance d'un émetteur. Les courses aux procurations récemment réalisées aux États-Unis, nécessitant pourtant un seuil critique s'élevant à 5%³³⁶, ont d'ailleurs démontré cette implication de certains activistes sur le contrôle d'une société publique et de son conseil d'administration. Cette ingérence se réalise sans faire appel aux moyens drastiques d'une offre publique d'achat et/ou d'échange hostile. Ces motifs justifient la nécessité pour le législateur de procéder à des modifications des systèmes d'alerte et de notifications et de ne pas se limiter uniquement aux acquisitions de sociétés publiques. L'abaissement du seuil de déclaration initiale pour ainsi le fixer à 5% remplit ces objectifs tout en assurant une harmonisation avec de nombreuses juridictions établissant un seuil identique.

L'intégrité des marchés boursiers canadiens demeure possible que par une transmission de toute information matérielle pouvant impacter le contrôle d'une société publique. S'ajoute à ces inquiétudes et préoccupations des ACVM, la liquidité menacée des titres d'un émetteur qui demeure non divulguée en présence de contrats d'échange d'actions à dénouement exclusivement numéraire. L'indisponibilité de ces actifs sous-jacents sur les marchés boursiers constitue une information primordiale afin d'assurer une transparence des marchés de gré à gré. Les ACVM, conscientes des mécanismes employés par certains investisseurs afin de contourner la législation de franchissement de seuil actuellement en vigueur, entend corriger cette situation par l'inclusion d'instruments dérivés « équivalents, pour l'essentiel, à des participations classiques sur le plan financier » dans le calcul des titres comportant un droit de vote et des titres de capitaux propres. Pour ce

³³⁶ *Loi sur les sociétés par actions*, préc., note 1, art. 208; *Loi canadienne sur les sociétés par actions*, préc., note 1, art. 143.

faire, les ACVM proposent d'édicter une présomption selon laquelle un investisseur sera réputé contrôler les titres d'un émetteur lorsque ce dernier conclut un instrument dérivé équivalent à une détention de titres. Les autorités de surveillance définissent ce concept comme tel : « un dérivé équivalent à des actions engloberait les dérivés qui reproduisent sensiblement les conséquences économiques de la propriété des titres ». Cette présomption se restreint toutefois aux dérivés vendus par une contrepartie susceptible de détenir 90% des actifs sous-jacents. À titre d'exemple, les ACVM mentionnent les contrats d'échange d'actions à dénouement exclusivement numéraire ainsi que les contrats par paiements différentiels. De plus, une fois cette présomption atteinte, tout initié est tenu de divulguer les modalités importantes de tous instruments financiers liés pour lesquels ces initiés détiennent un intérêt.

Cependant l'*Avis 62-307* des ACVM en date du 10 octobre 2014³³⁷ indiquait l'abandon de cette réforme suite à l'analyse des commentaires reçus de différents intervenants des marchés boursiers canadiens. Le seuil de notification demeure donc fixé à 10% du capital-actions d'un émetteur. Aussi, les instruments dérivés conservent une autonomie distincte et ne sont donc pas considérés dans les calculs des seuils de franchissement. Seul l'article 89.3 de la *Loi sur les valeurs mobilières* introduit une obligation de divulgation des positions occultes mais uniquement lorsque le seuil de 10% de propriété effective est atteint. Force est de conclure que la législation québécoise n'a toujours pas présenté de solution satisfaisante aux risques associés à une propriété occulte. Dans ces circonstances, il est donc nécessaire de se rabattre sur l'ensemble des dispositions législatives en vigueur.

f) Une situation temporaire pour le Canada et les États-Unis.

Les carences décelées lors de l'analyse de la législation de franchissement de seuil canadienne allouent aux fonds de gestion alternative un moyen d'effectuer des prises de contrôle rampantes sur le capital-actions d'un émetteur, et ce, en seulement quelques heures. Cette information matérielle créant une mutation importante du pouvoir décisionnel, devraient être accessible et révélé au conseil d'administration et dirigeants

³³⁷ AUTORITÉS CANADIENNES EN VALEURS MOBILIÈRES, préc., note 4.

d'un émetteur en temps opportun afin de leur permettre de prendre les mesures conséquentes³³⁸. Un émetteur conserve toutefois un moyen de s'armer contre les propriétés occultes par l'amendement de ses statuts constitutifs. Ces documents peuvent y inclure une obligation de divulgation de toute participation importante cumulée par l'entremise d'instruments dérivés. Cette position synthétique de l'émetteur peut toutefois causer des questions sur l'illégalité de ces nouvelles règles en vertu du droit corporatif.

En règle générale, les statuts constitutifs se réfèrent directement aux définitions fournies par la législation applicable. La notion de « *beneficial ownership* » tel que prévu dans le cadre de la loi américaine ou canadienne demeure donc insuffisante afin de contrer les conséquences décrites précédemment. Un émetteur doit alors veiller à élargir cette définition dans le cadre de leurs statuts constitutifs afin d'y inclure les positions exclusivement économiques détenues par une contrepartie³³⁹. De plus, afin de maximiser sa protection, un émetteur est en mesure d'exiger à tous ses actionnaires de dévoiler tout contrat d'échange d'actions à dénouement exclusivement numéraire préalablement à l'exercice de ses droits de vote lors d'une assemblée annuelle ou extraordinaire³⁴⁰.

Ces mesures seront probablement accueillies favorablement par les tribunaux devant valider de tels moyens drastiques utilisés par un émetteur. Toutefois, les administrateurs devront s'assurer de ne pas contrevenir au libre exercice du droit de vote par les actionnaires de toutes catégories d'actions ainsi qu'au déroulement d'une offre publique d'achat et/ou d'échange³⁴¹.

III. Réflexions portant sur un système d'alerte et de notification imposant une assimilation totale.

Tel qu'établi plus haut, les institutions financières n'ont aucune obligation contractuelle de délivrer les titres assimilés à leur contrepartie en présence d'un contrat d'échange

³³⁸ KASHINA ELINA, préc., note 144, 905.

³³⁹ S. M. DONAHUE, préc., note 88, 254.

³⁴⁰ KASHINA ELINA, préc., note 144, 921.

³⁴¹ *Id.*, 908.

d'actions à dénouement exclusivement numéraire. Toutefois, une certaine relation empreinte de complicité peut s'établir entre les deux parties. L'institution financière pourrait alors accéder aux demandes de sa contrepartie et lui accorder ainsi des avantages indus sur les actionnaires d'un émetteur.

Notamment, au cours d'une offre publique d'achat et/ou d'échange, cette contrepartie serait en mesure de sécuriser un grand nombre d'actions malgré une liquidité restreinte découlant de cette situation singulière. De plus, cette même contrepartie aura accès aux titres d'un émetteur à un coût nettement inférieur à leur juste valeur marchande. En effet, la fluctuation de la valeur du capital-actions d'un émetteur lui sera inopposable en présence d'un avenant sagement négocié menant à une livraison physique des titres à un prix préalablement fixé par l'institution financière.

D'importantes répercussions peuvent découler de l'inaccessibilité de telles informations matérielles essentielles à la bonne direction d'une société. Les institutions financières ont cependant tenté de remédier à cette polémique par l'instauration de politiques internes afin de minimiser les fluctuations de prix lors d'un dénouement physique d'un instrument dérivé. Toutefois, ces mesures conservent un caractère aléatoire et volontaire par opposition à des dispositions réglementaires exigeant une conduite exemplaire et répressive des institutions financières.

Tel que démontré précédemment, l'assimilation totale représente la solution prisée par de nombreuses juridictions afin d'enrayer les difficultés rencontrées par différents stratagèmes impliquant une propriété occulte. Désormais, certaines autorités de surveillance imposent une divulgation de toutes positions exclusivement économiques détenues par l'entremise d'instruments dérivés par les investisseurs ayant franchi un seuil prédéterminé. Ces réformes drastiques ont pour objectif de décimer toutes incertitudes créées par les tribunaux ayant eu l'opportunité de se prononcer sur les obligations de divulgation appartenant aux contreparties d'un instrument dérivés. Ce système préventif impose désormais un fardeau considérable à tous acteurs transigeant sur les marchés de gré à gré, sans toutefois témoigner d'une adaptation aux considérations pratiques liées à

de telles opérations. En effet, les transactions comportant un risque véritable d'influer négativement sur la gouvernance d'une entreprise et/ou résultant en des perturbations sur les marchés financiers demeurent exceptionnelles. En règle générale, ces ententes contractuelles sont conclues dans un objectif purement spéculatif et/ou de couverture. Peu de contreparties tentent d'y dissimuler de telles intentions malicieuses. Cependant, malgré un emploi singulier de ces tactiques utilisant des instruments dérivés, il n'en demeure pas moins que les conséquences s'y rattachant sont potentiellement destructives.

a) L'assimilation totale; l'intégrité des marchés financiers menacés?

L'assimilation totale de tous instruments dérivés transigés sur les marchés de gré à gré soulève un doute sur les répercussions susceptibles de se produire sur l'efficacité des marchés boursiers. En effet, l'absorption d'information non matérielle, tel qu'un contrat d'échange d'actions à dénouement exclusivement numéraire conclu uniquement pour des motifs spéculatifs ou de couverture peut ainsi causer une volatilité des prix menaçant l'intégrité des marchés financiers³⁴². Un instrument dérivé portant sur un bloc d'actions d'un émetteur peut alors inciter des investisseurs à se procurer ces actifs par crainte d'une baisse de liquidité ainsi qu'une hausse des prix. Toutefois, la grande majorité de ces instruments dérivés ne se termineront pas par une livraison physique laissant ainsi flotter de fausses appréhensions sur les marchés boursiers. Une forte volatilité des prix constitue donc une conséquence importante à un régime impliquant une assimilation totale des actifs sous-jacents³⁴³. Cependant, certains faits survenus en Allemagne démontrent, dans le cas contraire, les impacts directs et néfastes sur l'intégrité des marchés boursiers pouvant se produire en l'absence d'une telle divulgation.

En automne 2008, le manufacturier de voitures Porsche Leipzig GmbH a dévoilé une acquisition de 31,6% de l'ensemble des titres de Volkswagen AG. Cette importante position au capital-actions de son partenaire d'affaires et compétiteur a stupéfié la communauté économique et juridique de par les moyens stratégiques utilisés pour

³⁴² M. KETTUNEN et W.-G. RINGE, préc., note 87, 251.

³⁴³ *Id.*, 260.

contourner le système d'alerte et de notification imposé en vertu de la loi allemande. En réaction à cette annonce, les investisseurs détenant des obligations de livraison en vertu de contrats de vente à découvert se sont alors entamés dans l'objectif d'acquiescer le plus grand nombre d'actions de Volkswagen AG. Le prix de l'action grimpa alors de 200 EUR à plus de 1000 EUR. Pendant un bref instant, Volkswagen AG détrôna Exxon du titre de la société la plus rentable au niveau mondial³⁴⁴.

Cette propriété occulte manigancée par Porsche Leipzig GmbH est survenue lorsque le législateur allemand ne s'était toujours pas prémuni d'une législation exigeant une assimilation totale. Toutefois, malgré cet exemple prouvant les dangers encourus sur la conservation de l'intégrité des marchés financiers, certains auteurs³⁴⁵ persistent à rejeter toute divulgation des instruments dérivés principalement en raison du caractère exceptionnel des propriétés occultes.

b) La nature intrinsèque des instruments dérivés.

La seule distinction opposant un contrat d'échange d'actions à dénouement exclusivement monétaire et une vente à terme réside dans le dénouement du contrat; le premier se termine majoritairement par un paiement en numéraire tandis que le second implique un transfert du droit de propriété. Les parties à un instrument dérivé envisagent, pour la plupart, un objectif spéculatif et/ou de couverture³⁴⁶. Une contrepartie à un tel instrument financier ne désire généralement pas être propriétaire des actifs sous-jacents et ainsi exercer les droits de vote afférents. Seules les fluctuations du prix de la juste valeur marchande des actifs assimilés conservent leur intérêt selon les termes et conditions du contrat d'échange d'actions à dénouement exclusivement numéraire. Une livraison des actifs sous-jacents demeure donc une situation exceptionnelle.

Cette nature intrinsèque particulière des instruments dérivés, de par leurs objectifs et finalités, diffère considérablement d'une vente à terme et mérite donc un traitement

³⁴⁴ *Id.*, 231.

³⁴⁵ D. WREY, préc., note 86.

³⁴⁶ M. LE QUILLEC, préc., note 193, p. 16.

spécifique. En raison de ces motifs, l'assimilation totale semble une solution périlleuse ne tenant pas compte des particularités des instruments dérivés. Pourtant, plusieurs législateurs de différentes juridictions optent pour cette solution malgré la réticence de certains auteurs doctrinaux³⁴⁷. Ces derniers observent la nécessité de traiter les instruments dérivés d'une manière autonome aux actifs sous-jacents. Tel que souligné par le professeur Alain Viandier :

« rien ne justifie une assimilation aux actions détenues puisque par hypothèse aucune livraison de titres ne doit intervenir, l'action sous-jacente étant uniquement le support du calcul de la somme due³⁴⁸. ».

Des solutions imposant un traitement différé ont ainsi été proposées, telles que le *safe harbour*. Cependant ces alternatives ont dès lors démontrées certaines lacunes lors de leur analyse dans différentes juridictions.

c) L'information fausse ou trompeuse.

L'assimilation totale de tous instruments dérivés n'accorde pas d'intérêt aux intentions véhiculées par les investisseurs lors de la conclusion de telles ententes. Les acteurs transigeant sur les marchés de gré à gré conservent, pour la grande majorité, des objectifs spéculatifs et/ou de couverture. L'activisme actionnarial ne s'effectue donc que sur des opérations isolées. Cette absence d'analyse renferme toutefois certaines faiblesses relatives à la double comptabilisation provenant des positions distinctes des deux contreparties. La propriété effective des actions assimilées ainsi que le détenteur d'une exposition économique sont désormais soumis à une obligation identique. Une confusion sur les marchés de gré à gré peut ainsi ressurgir et causer des dommages substantiels sur leur intégrité.

Un investisseur, malgré l'absence d'intention d'activisme, peut ainsi causer de graves distorsions³⁴⁹ sur la valeur réelle du capital-actions d'un émetteur³⁵⁰. Les marchés

³⁴⁷ *Id.*, p. 20; *Franchissements de seuils et déclaration des instruments à dénouement monétaire – Proposition pour une transparence accrue et pertinente de ces instruments*, AMAFI-ANSA-FBF, 2011.

³⁴⁸ M. LE QUILLÉC, préc., note 193, p. 22.

³⁴⁹ D. A. ZETZSCHE, préc., note 247, 241.

³⁵⁰ *Règlement 55-104 sur les exigences et dispenses de déclaration d'initié*, préc., note 324, p. 55.

financiers, alors submergés d'informations trompeuses ou de rumeurs sans fondement, compliqueront les prises de décisions rationnelles des investisseurs³⁵¹. L'ensemble de l'information impertinente propagée rend ainsi le travail plus ardu pour un futur acquéreur désireux de se renseigner sur la stabilité corporative d'un émetteur. Ce dernier éprouvera alors des difficultés à dissocier l'information utile des rumeurs sans fondement.

En second lieu, les cas d'abus pourront facilement ressurgir. D'une part, des activistes actionnaires rusés pourront alors bénéficier de ce phénomène et ainsi dissimuler plus aisément leurs stratagèmes employés dans l'objectif d'une prise de contrôle rampante ou d'une course aux procurations³⁵². D'autre part, la volatilité des prix pourra aussi inciter un émetteur à soutirer des bénéfices importants lors d'une tentative de prise de contrôle. En effet, la valeur ajoutée au prix de son capital-actions ainsi que la plus grande disponibilité de mesures défensives au conseil d'administration concède un grand filet de sécurité à l'émetteur. Ce sentiment de sûreté pourrait affecter l'efficacité de la gestion corporative, en éliminant toute compétition à la succession du conseil d'administration³⁵³.

Finalement, malgré l'apport financier considérable impliqué dans un régime d'assimilation totale afin de départager l'information publique pertinente, aucun investisseur ne pourra affirmer quelles sont les intentions véritables d'une contrepartie cumulant une position exclusivement économique importante³⁵⁴. Un tel système de notification aléatoire est susceptible d'affecter la compétitivité des marchés boursiers par un flux d'information nettement plus considérable que ce qui a été préalablement envisagé par les législations de franchissement de seuil antérieures. Les images faussées de la réalité corporative d'un émetteur affaiblissent les finalités entrevues par de telles réglementations³⁵⁵. Conséquemment, un risque substantiel subsiste de porter une atteinte grave à l'efficacité des marchés de gré à gré actuels³⁵⁶.

³⁵¹ M. KETTUNEN et W.-G. RINGE, préc., note 87, 27.

³⁵² *Id.*, 29.

³⁵³ D. A. ZETZSCHE, préc., note 247, 239.

³⁵⁴ M. KETTUNEN et W.-G. RINGE, préc., note 87, 30.

³⁵⁵ M. LE QUILLEC, préc., note 193, p. 57.

³⁵⁶ J. COHEN, préc., note 74, 251.

d) Les coûts d'implantation.

Plusieurs organismes internationaux tels qu'ISDA, ICMA et SIFMA contestent le régime de l'assimilation totale en raison des coûts d'implantation reliés à une imposition générale de divulgation. Tel que décrit par ICMA et SIFMA:

“The substantial costs and systems impact that such disclosure regime would impose is clearly disproportionate to the perceived market failings. Whilst comparisons have been made with the TOP regime, it should be noted that the FSA's proposed regime would cover a significantly increased universe of stocks (1500+ versus less than 100 under the TOP regime) with consequent impact upon the system requirements and build time.³⁵⁷”

Leur opinion se fonde principalement sur le grand volume d'instruments dérivés négociés sur les marchés de gré à gré. Ce volume s'estime à plusieurs centaines de trillions de capitaux chaque année³⁵⁸.

Un régime d'assimilation totale oblige les avocats, les officiers de la conformité, les manufacturiers d'instruments dérivés ainsi que les agents de négociation de modifier leur système transactionnel, et ce, malgré une absence d'intention d'interférer dans la gouvernance d'une entreprise³⁵⁹. Le *Financial Service Authority* estime d'ailleurs des coûts d'implantation initiaux se situant entre 40 et 95 millions (CAD) ainsi que des coûts annuels subséquents de 2,9 millions (CAD)³⁶⁰. Ces coûts substantiels risquent potentiellement d'affecter les marchés de gré à gré. Certains opteront peut-être pour des méthodes alternatives d'investissement. Les qualités recherchées par les investisseurs transigeant des instruments dérivés, tel que l'accroissement des méthodes d'investissement ainsi que la diminution des coûts transactionnels, doivent désormais être circonscrits par les nouvelles décaisses prévalant sous le régime de l'assimilation totale. Cependant, suite à une étude approfondie des coûts et bénéfices liés à la conservation de l'intégrité des marchés boursiers, le *Financial Service Authority* conclut qu'il demeure plus avantageux pour tous les intervenants de transiger à l'intérieur d'un cadre réglementaire un régime d'assimilation totale.

³⁵⁷ O. PETR, C. KROHN, INTERNATIONAL CAPITAL MARKET ASSOCIATION et SECURITIES INDUSTRY AND FINANCIAL MARKETS ASSOCIATION, préc., note 271.

³⁵⁸ BLACK BERNARD et HU HENRI T.C., préc., note 2, 818.

³⁵⁹ J. COHEN, préc., note 74, 252.

³⁶⁰ A. KIMBALL-STANLEY, préc., note 263, 460.

e) Des arguments valables?

L'expérience de nombreuses juridictions suite à l'implantation d'une réforme exigeant l'assimilation totale, contredit toutefois les arguments exposés plus haut. Notamment, l'Angleterre témoigne d'une expérience hautement positive malgré plusieurs appréhensions de la doctrine et organismes de surveillance. Les marchés britanniques ont conservé leur compétitivité sans constater une perte de liquidité. Les amendements législatifs ont d'ailleurs démontré une augmentation significative des divulgations pour atteindre un pourcentage général de 19% s'étalant sur une période de deux ans³⁶¹. Les autorités britanniques ont signifié publiquement leur entière satisfaction face à l'efficacité de cette réforme tout en décimant les inquiétudes liées à l'imposition d'un fardeau trop important aux investisseurs³⁶². Tel que relaté par la doctrine :

« The Panel Executive's report concluded that the disclosure rules were achieving the Panel's principal objectives without imposing undue burdens on market participants and, accordingly, that the rules were a proportionate regulatory response to the use of derivatives during takeovers bids³⁶³. The Executive of the Takeover Panel found that these disclosures were generally not complex or difficult to understand³⁶⁴. ».

De plus, selon les répondants sondés par le *Financial Service Authority*, 90% appuient le renforcement de la législation tel qu'effectué au Royaume-Uni en soulignant les améliorations apportées quant à la transparence des marchés boursiers. Un commentaire identique s'applique aux nouvelles obligations d'assimilation totale implantée récemment par le gouvernement français³⁶⁵.

IV. Une seconde approche à l'assimilation totale ayant les facultés d'enrayer les conséquences indésirables sur les marchés de gré à gré?

Tel qu'exposé précédemment, l'ensemble des juridictions ayant procédé à une réforme de leur système d'alerte et de notification a opté pour la solution de l'assimilation totale. De plus, la majorité de la doctrine endosse cette solution dont notamment les auteurs Hu et

³⁶¹ B. BLACK et H. T. C. HU, préc., note 69, 687.

³⁶² *Id.*, 688.

³⁶³ *Id.*, 687.

³⁶⁴ *Id.*, 686.

³⁶⁵ M. LE QUILLEC, préc., note 193, p. 60.

Black. Ces derniers, en se référant à la législation américaine, proposent un système de divulgation intégrée comprenant les éléments suivants :

“(i) consistency as to which positions count toward disclosure thresholds, and which positions must be disclosed if the threshold is crossed; (ii) disclosure of both voting and economic ownership, arising from shares or coupled assets; (iii) symmetric disclosure of positive and negative economic ownership; (iv) reporting of share lending and borrowing positions; and reporting of significant instances of empty voting, above a threshold percentage of the company’s shares, such as 0,5%.”³⁶⁶.

Cette solution doit recevoir une application identique en présence de transactions d’initiés³⁶⁷. Il en est de même pour les sociétés s’adonnant à un rachat de leurs actions par l’entremise de contrat d’échanges d’actions à dénouement exclusivement numéraire ayant pour objectif de dissimuler les droits de vote en les transférant dans les mains de tiers³⁶⁸. Toutefois, ces auteurs préconisent un calcul nominal contrairement à l’option privilégiée du calcul delta afin de capturer tout mouvement suspect³⁶⁹.

Dans l’objectif de confirmer la solution de l’assimilation totale comme représentant la réforme à privilégier, il demeure indispensable de questionner les alternatives proposées par la doctrine ou les organismes de réglementation. Certaines de ces solutions semblent attrayantes, mais comportent cependant des difficultés d’application inhérentes aux attributs particulières des instruments dérivés.

a) Une divulgation volontaire améliorée?

(i) Exposition méthodologique du système Kettunen-Ringe

Les auteurs britanniques Kettunen et Ringe proposent une solution moins contraignante à celle établie par l’assimilation totale. Leur proposition repose principalement sur les assises du « *safe harbour* » telles que décrites précédemment. Seuls les contrats d’échange d’actions à dénouement exclusivement monétaire conclus dans l’intention d’influer la gouvernance d’un émetteur seront assujettis à une obligation de notification.

³⁶⁶ B. BLACK et H. T. C. HU, préc., note 69, 684.

³⁶⁷ *Id.*, 691.

³⁶⁸ *Id.*, 692.

³⁶⁹ M. LE QUILLEC, préc., note 193, p. 60.

Les transactions impliquant d'importantes expositions économiques ne nécessitent donc pas de divulgation lorsqu'elles sont uniquement opérées dans une intention purement spéculative et/ou de couverture. Selon ces auteurs britanniques, aucun impact négatif ne se manifeste sur les marchés boursiers lors de la négociation de telles transactions³⁷⁰. Il s'agit donc, en définitive, d'une solution imputant une responsabilité de divulgation volontaire aux contreparties d'un instrument dérivé.

Selon ces auteurs, afin de capturer tout stratagème nocif menaçant la stabilité d'un émetteur, une définition large de la notion de contrôle est impérative. Tant les intentions de lancer une offre publique d'achat et/ou d'échange d'actions que les désirs de s'immiscer plus discrètement dans le cadre de toute gestion corporative seront visés par la notion de contrôle³⁷¹. Les opérations sur instruments dérivés menant à un activisme actionnarial pourront être réalisées par : (i) une acquisition directe des valeurs mobilières assimilées; ou (ii) une forte influence exercée par un investisseur sur sa contrepartie détenant la propriété effective des titres.

Cette solution purement subjective nécessite une juxtaposition de ses principes dans le cadre de normes de nature objective actuellement en vigueur. En effet, malgré la mise en place de règles subjectives, tous les investisseurs demeurons assujettis aux notifications obligatoires de toute position exclusivement économique outrepassant le seuil de franchissement établi à 30% en vertu de l'article 8.1 du *Takeover Code*³⁷² (Royaume-Uni). Selon ces auteurs, cette dualité importante ne semble pas affecter l'efficacité de leur proposition³⁷³.

L'établissement d'une présomption de contrôle imposée à tous investisseurs détenant une position économique ainsi qu'un renversement du fardeau de la preuve veillera au bon fonctionnement d'un tel système subjectif³⁷⁴. En second lieu, l'émetteur et/ou les actionnaires lésés n'auront pas à démontrer une *men rea* de l'investisseur détenant une

³⁷⁰ M. KETTUNEN et W.-G. RINGE, préc., note 87, 43.

³⁷¹ *Id.*, 36.

³⁷² *The city code on takeovers and mergers*, préc., note 278.

³⁷³ M. KETTUNEN et W.-G. RINGE, préc., note 87, 37.

³⁷⁴ *Id.*, 39.

propriété occulte afin de lui reconnaître une responsabilité en vertu de la législation de franchissement de seuil³⁷⁵. Finalement, une fois la responsabilité établie, des sanctions financières et prohibitives lui seront imposées. Notamment, les gains réalisés suite aux opérations sur instruments dérivés devront être restitués à l'émetteur. S'ajoute à cette sanction, l'interdiction d'exercer tout droit de vote acquis lors de ces mêmes transactions. Afin de garantir la mise en œuvre de telles sanctions, l'autorité de surveillance britannique sera adjointe de larges pouvoirs afin d'imposer aux contrevenants des contraventions salées jumelées à des pénalités financières³⁷⁶.

Contrairement à la méthode du « *safe harbour* » discutée lors des consultations tenues par le *Financial Service Authority*, le système de notification des auteurs Kettunen et Ringe ne se fonde pas sur des obligations de divulgation générales assorties d'exceptions, mais plutôt sur des obligations de divulgation particulières se déclenchant par la rencontre de certains critères³⁷⁷. L'élément de subjectivité revêt, de plus, une importance beaucoup plus significative considérant que les notifications sont imposée sur la base des intentions des investisseurs et non d'obligations contractuelles incluses dans les ententes entre les contreparties à un instrument dérivé³⁷⁸.

(ii) *Une proposition fonctionnelle?*

La proposition du *safe harbour* fut fortement critiquée par de nombreux intervenants sur les marchés de gré à gré lors des consultations tenues par le *Financial Service Authority*. Les auteurs Kettunen et Ringe tentent de démontrer l'inapplicabilité de telles oppositions à leur proposition. Cependant, leur argumentation dénote plusieurs faiblesses liées aux difficultés d'une application efficiente de leur méthode.

³⁷⁵ *Id.*, 37.

³⁷⁶ *Id.*, 38.

³⁷⁷ *Id.*, 41.

³⁷⁸ Notons toutefois, qu'ESMA n'a pas tenu compte de cette proposition lors de leurs consultations sur les réformes proposées au régime d'alerte et de notification européen. ESMA *Draft Regulatory Technical Standards on major shareholdings and indicative list of financial instruments subject to notification requirements under the revised Transparency Directive*, ESMA/2014/300, EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (ESMA), 2014, en ligne : http://www.esma.europa.eu/system/files/esma-2014-300_consultation_paper_on_draft_rts_on_major_shareholdings.pdf.

En premier lieu, la possibilité pour une contrepartie à un instrument dérivé de s’immiscer dans la gouvernance d’une société demeure plausible. L’élaboration d’une documentation établissant les objectifs spéculatifs et/ou de couverture ayant mené à la négociation des différents instruments dérivés sera suffisante pour disculper un propriétaire occulte de toute responsabilité. Des intentions véritables étant confondues avec des objectifs pécuniaires rendra ainsi la tâche difficile pour un tribunal de reconnaître une violation de la législation de franchissement de seuil. En second lieu, la proposition Kettunen-Ringe semble très complexe et impraticable. Contrairement à ce que les auteurs avancent, les contreparties à un instrument dérivé se prêtant à des pratiques d’activisme actionnarial, ne planifie pas nécessairement à long terme leur ingérence dans le contrôle administratif d’un émetteur. Ces derniers agissent pour la plupart selon les aléas des marchés boursiers. En dernier lieu, un émetteur et ses actionnaires ne pourront freiner les activités d’un propriétaire occulte qu’au moment où la montée au capital-actions d’une société sera dévoilée au public. Des dommages irréparables se seront alors manifestés, dont notamment, une distorsion de la valeur marchande du capital-actions de l’émetteur ainsi que de grandes difficultés pour le conseil d’administration de préparer des moyens de défense efficaces et opportuns pour contrer une offre publique d’achat et/ou d’échange. La complexité d’une mise en œuvre d’une législation fondée sur les intentions des investisseurs semble, pour ces motifs, impraticable, et ce, malgré un renversement du fardeau de la preuve incombant au propriétaire occulte.

b) Dichotomie des instruments dérivés et des actifs sous-jacents.

(i) Traitement différé proposé par un regroupement d’acteurs français.

Lors des consultations entreprises par le gouvernement français, l’Association nationale des sociétés par actions (ci-après « ANSA »), l’Association française, des marchés financiers (ci-après « AMAFI ») ainsi que la Fédération bancaire française (ci-après « FBF ») ont présenté une alternative à l’assimilation totale. Leur méthode de divulgation implique un traitement autonome des instruments dérivés à dénouement exclusivement

numéraire de celui instauré pour les actifs sous-jacents. Selon la proposition AMAFI-ANSA-FBF, toutes contreparties à un instrument dérivé sont tenues de déclarer leurs positions économiques lors du franchissement d'un seuil de 3%³⁷⁹, indépendamment des actifs détenus en propriété effective. Les différents systèmes de notifications doivent toutefois interagir afin de maximiser la transparence sur les marchés financiers. Il en résulte que, lors du déclenchement du seuil de détention effective et/ou de position économique, l'investisseur sera alors tenu de divulguer l'ensemble de ses actifs et/ou instruments dérivés, malgré l'absence d'un franchissement de seuil pour l'un ou l'autre des seuils spécifiques.

L'Autorité des marchés financiers s'est empressée de rejeter cette solution en raison de la possibilité pour une contrepartie à un instrument dérivé d'accumuler une participation au capital-actions d'un émetteur de l'ordre de 19,98%³⁸⁰. Selon la proposition AMAFI-ANSA-FBF, un actionnaire détenant des actifs équivalents à 10% du capital-actions d'un émetteur, est soumis à deux déclarations indépendantes, déclenchées par un franchissement de seuil égal à 5%. Un actionnaire rusé pourra alors envisager de compartimenter ses détentions, par l'application d'une limite d'actifs équivalente à 9,99% du capital-actions d'un émetteur, résultant en un maximum dissimulable de 19,98%. En second lieu, l'Autorité des marchés financiers souligne la complexité de la mise en application d'un tel système portant à vingt-quatre le nombre total de seuils susceptible d'être soumis à une divulgation. Pour ces motifs, l'Autorité des marchés a plutôt opté pour la solution de l'assimilation totale.

(ii) Divulgation complexe de l'« European Securities and Markets Authority »

En février 2010, le *European Securities and Markets Authority* (ci-après « ESMA ») propose une méthode impliquant quatre différentes obligations de divulgation pour tous les investisseurs transigeant sur les marchés de gré à gré européens. Cette proposition

³⁷⁹ M. LE QUILLEC, préc., note 193, p. 8.

³⁸⁰ M. LE QUILLEC, préc., note 193, p. 12.

s'avère d'une plus grande complexité que celle illustrée ci-dessus par les différentes associations françaises³⁸¹. ESMA décrit ses intentions comme telles :

« It should also be noted that instruments that create similar economic effect to holding shares and entitlements to acquire shares are generally entered into to give economic exposure without wishing to gain access to voting rights, and are an important source of liquidity to the market. CESR³⁸² does not seek to discourage the use of such instruments, but only to make their resulting economic exposure transparent³⁸³. ».

Les obligations de notification se répartissent comme suit : (i) l'acquisition exclusive de droits de vote; (ii) les transactions sur des instruments dérivés à dénouement physique; (iii) les transactions sur des instruments dérivés à dénouement exclusivement monétaire; et (iv) la totalité des différentes détentions de l'investisseur³⁸⁴. Tous les instruments dérivés comportant les caractéristiques suivantes seront donc ciblés : « instruments that create a similar economic effect to holding shares and entitlements to acquire shares ». Ce système de divulgation comblerait assurément les lacunes dévoilées par les prises de contrôle rampantes ainsi que les courses aux procurations initiées durant ces dernières années. Selon ESMA, leur solution aurait aussi pour avantage de ne révéler que l'information pertinente par une autonomie octroyée aux instruments dérivés de leurs actifs sous-jacents. Un seuil indépendant allouerait une plus grande flexibilité pour les nombreux investisseurs transigeant sur les marchés de gré à gré sans démontrer aucune intention d'ingérence dans la stabilité corporative d'un émetteur³⁸⁵. Ce système proposé par ESMA comporterait donc moins d'impacts susceptibles d'affecter les marchés boursiers, et ce, contrairement à l'assimilation totale.

Toutefois, cette proposition transpose plusieurs difficultés d'application s'ajoutant à celles actuellement occasionnées par le système d'alerte et de notification en vigueur lors des consultations. Notamment, l'addition de nouveaux seuils déclaratifs augmenterait

³⁸¹ Commission EUROPÉENNE, Document DE TRAVAIL DES SERVICES DE LA COMMISSION et Résumé DE L'ANALYSE D'IMPACT ACCOMPAGNANT LE DOCUMENT, *Proposition de directive du Parlement et du Conseil modifiant la directive 2004/109/CE*, 2011, p. 22.

³⁸² *CESR proposal to extend major shareholding notifications to instruments of similar economic effect to holding shares and entitlements to acquire shares*, Consultation Paper, CESR/09-1215b, COMMITTEE OF EUROPEAN SECURITIES REGULATORS (CESR), 2010, par. 8, en ligne : <http://www.esma.europa.eu/system/files/09_1215b.pdf>.

³⁸³ *Id.*, par. 9.

³⁸⁴ M. LE QUILLEC, préc., note 193, p. 37.

³⁸⁵ *Id.*, p. 40.

assurément la complexité du régime règlementaire appliqué. Des charges administratives substantielles ainsi que d'importants coûts additionnels devront être supportés par les intervenants des marchés de gré à gré afin de se conformer à ce nouveau régime.

c) Quelle serait alors la meilleure proposition?

À ce jour, aucune étude empirique ne permet de confirmer l'atteinte des résultats escomptés. Conséquemment, nul ne peut affirmer l'impossibilité pour tout investisseur de contourner la législation de franchissement de seuil établissant une assimilation totale de tous instruments dérivés³⁸⁶. Cependant, tel que mentionné précédemment, les juridictions ayant procédé à une telle réforme faisant appel à la solution de l'assimilation totale s'en déclarent entièrement satisfaites. De plus, de nombreuses failles ont été relatées relativement aux alternatives proposées par différents intervenants, démontrant ainsi, la possibilité pour un activiste actionnarial de contourner la législation de franchissement de seuil. Pour ces motifs, une prise de position favorisant l'assimilation totale semble entièrement juste et équitable en regard de la balance des impacts minimes qui seront occasionnés sur les marchés boursiers et de la protection accordée à tous investisseurs.

V. Le vote vide et/ou négatif

L'assimilation totale à elle seule demeure insuffisante en tant que mesure coercitive et dissuasive relativement aux stratagèmes de vote vide et/ou négatif. Un système d'alerte et de notification efficient ne peut contrôler de tels abus rendus possibles par les instruments dérivés. En effet, ce type de régime ne comporte que des exigences de divulgation pour un détenteur de vote tout en faisant abstraction de l'absence des positions économiques rattachées. Un investisseur s'adonnant à des pratiques de vote vide et/ou négatif ne dévoilera ses tactiques qu'en présence d'une incertitude face à la réaction des marchés financiers. Les fonds de gestion alternative, contrairement aux institutions financières et aux fonds de placement, ne partagent pas une moralité exigeant une conduite

³⁸⁶ M. KETTUNEN et W.-G. RINGE, préc., note 87, 5.

exemplaire³⁸⁷. Il demeure alors fort probable que de telles entités feront fis de normes de divulgations tant qu'aucune conséquence monétaire n'y sera rattachée³⁸⁸. Seules les critiques apportées par les partenaires de ces entités pourront modifier leur attitude face à leur comportement abusif adopté sur les marchés financiers³⁸⁹.

Les auteurs Hu et Black proposent une solution imposant une divulgation à tout actionnaire cédant son exposition économique à des tiers, équivalente ou supérieure à 0,5%³⁹⁰. Cette solution a pour objectif d'écarter toute situation de couverture effectuée dans un objectif purement économique. Toutefois, les auteurs s'empressent de signifier que cette proposition n'est qu'une première étape et qu'elle doit être accompagnée de mesures supplémentaires³⁹¹. Une disqualification d'un tel actionnaire détenant une position économique négative au droit d'exercer les votes acquis semblent régler les faiblesses associées au tel système de divulgation.

Un système d'alerte général implique de nouvelles difficultés à gérer sans toutefois rendre le stratagème de vote vide illégal³⁹². Des modifications au droit corporatif en vigueur conservent alors un caractère impératif afin de protéger les émetteurs et ses actionnaires³⁹³. En effet, la majorité des lois corporatives ne s'intéressent pas aux raisons motivant les actionnaires à voter d'une manière ou d'une autre. Plusieurs situations peuvent mener à un vote ne s'enlignant pas avec les intérêts d'un émetteur. Une telle évaluation demeure impossible à exécuter³⁹⁴. Le législateur doit alors procéder à un amendement des lois corporatives afin de permettre à une société d'émettre des restrictions dans les statuts constitutifs quant à l'exercice du droit de vote de manière abusive. Afin de prévenir de telles conséquences tout en bénéficiant des avantages de

³⁸⁷ Wolf-Georg RINGE, « Hedge funds and Risk-Decoupling – The empty voting problem in the European Union », (2013) 36 *Seattle University Law Review* 1027.

³⁸⁸ J. COHEN, préc., note 74, 252.

³⁸⁹ BLACK BERNARD et HU HENRI T.C., préc., note 2, 882.

³⁹⁰ *Id.*, 885.

³⁹¹ *Id.*, 887.

³⁹² J. COHEN, préc., note 74, 250.

³⁹³ *Statement of the European Corporation Governance Forum on Empty Voting and transparency of shareholder positions*, EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (ESMA), 2010, en ligne : <http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/ecgf_empty_voting_en.pdf>.

³⁹⁴ B. BLACK et H. T. C. HU, préc., note 69, 702.

telles stratégies sur l'efficacité du processus du droit de vote, une solution s'attaquant exclusivement aux actionnaires détenant une position économique négative est de plus, privilégiée³⁹⁵.

Industrie Canada a récemment procédé à une consultation³⁹⁶ sur les dangers encourus pour les émetteurs ainsi que de leurs actionnaires en regard de l'exercice du vote vide ou négatif³⁹⁷. Cette entité gouvernementale se préoccupe des répercussions négatives que pourrait engendrer le vote vide ou négatif sur la démocratie des actionnaires tel qu'exprimé dans leur consultation :

"Shareholder voting rights are the foundation of corporate democracy, and a transparent, accurate, efficient and accountable shareholder voting process is fundamental to good corporate governance and the maintenance of market confidence. Stakeholders and others are invited to provide input on whether the shareholder voting provisions of the CBCA adequately facilitate shareholder democracy³⁹⁸."

Les ACVM partagent d'ailleurs ces mêmes inquiétudes et invite Industrie Canada à coopérer avec leur entité réglementaire afin d'adopter une solution adéquate à ces situations particulières³⁹⁹.

De nombreuses juridictions ont porté une attention semblable à celle du Canada sur les situations de vote vide ou négatif. Toutefois, aucune mesure coercitive n'a pour le moment été adoptée⁴⁰⁰.

³⁹⁵ J. COHEN, préc., note 74, 242.

³⁹⁶ *Consultation on the Canada Business Corporations Act*, Consultation Paper, Ottawa, INDUSTRY CANADA, 2014, en ligne : <[https://www.ic.gc.ca/eic/site/cilp-pdci.nsf/vwapj/CBCA_Consultation.pdf/\\$file/CBCA_Consultation.pdf](https://www.ic.gc.ca/eic/site/cilp-pdci.nsf/vwapj/CBCA_Consultation.pdf/$file/CBCA_Consultation.pdf)>.

³⁹⁷ CANADIAN SECURITIES ADMINISTRATORS (CSA) et William S. RICE, *Consultation on the Canada Business Corporation Act*, 8 mai 2014, en ligne : <<https://www.securities-administrators.ca/uploadedFiles/General/pdfs/LEIndustryCanadaCBCACSAResponseSigned20140508.pdf?n=3540>>.

³⁹⁸ *Id.*

³⁹⁹ William S. RICE et CANADIAN SECURITIES ADMINISTRATORS (CSA), *Response to the consultation on the Canada Business Corporation Act*, mai 2014, en ligne : <<https://www.securities-administrators.ca/uploadedFiles/General/pdfs/LEIndustryCanadaCBCACSAResponseSigned20140508.pdf>>.

⁴⁰⁰ CENTRE FOR INTERNATIONAL FINANCE AND REGULATION, *Securities lending, empty voting and corporate governance*, Working Paper, no. 023/2014, 2014, en ligne : <<http://www.cifr.edu.au/assets/document/WP023-2014%20Ai%20E019%20Securities%20Lending%20Empty%20Voting.pdf>>.

a) Le principe corporatif « *one share-one vote* » périmé.

Le principe fondamental du « *one share, one vote* » implique l'imposition de plusieurs limites aux transferts des droits de vote à des tiers en vertu de la majorité des lois corporatives⁴⁰¹. Par exemple, il est interdit pour un actionnaire de céder ses droits de vote à une tierce partie sans y transférer simultanément les intérêts économiques afférents. Tel que décrit par la Cour du Delaware :

« Shareholder votes may not be purchased for any consideration personal to the stockholder⁴⁰² ».

Les instruments dérivés ont créé d'importantes failles à ce système prohibitif⁴⁰³. Dans cette optique, les tribunaux des États-Unis ont élaboré un moyen afin de prémunir un émetteur contre de tels abus occasionnés par le vote négatif. L'état du Delaware⁴⁰⁴ a rejeté le modèle largement admis du « *one share, one vote* » afin d'accorder une légitimité au scindement des attributs d'une action. Conséquemment, la prohibition générale de transiger sur des droits de vote est désormais révolue. Cependant, une telle opération sera susceptible d'être réprimandée lorsque sa justesse intrinsèque révèle la présence d'une fraude ou une intention de causer des dommages aux tiers actionnaires⁴⁰⁵. Les instruments dérivés ne semblent toutefois pas être capturés par la définition instaurée par le tribunal du Delaware sur les caractéristiques illustrant le transfert de droits de vote. Il s'agit plutôt d'une opération de couverture visant à éliminer toute exposition économique associée à l'exercice des droits de vote⁴⁰⁶. Conséquemment, ce processus n'impliquera aucun transfert ou vente des droits de vote et échappera donc aux limitations imposées par les tribunaux américains⁴⁰⁷. Cette impasse a grandement influencé la doctrine à proposer des alternatives. Parmi ces propositions, les amendements aux statuts constitutifs des émetteurs et des règles corporatives certifiant de telles modifications semblent constituer la solution à privilégier. Ces éléments pourront

⁴⁰¹ B. BLACK et H. T. C. HU, préc., note 47, 366.

⁴⁰² *Hall v. Isaacs*, 1958 146 A.2d (Del. Ch.) 602.

⁴⁰³ B. BLACK et H. T. C. HU, préc., note 69, 642.

⁴⁰⁴ *Schreiber v. Carney*, 1982 447 A.2d. (Del. Ch.) 17.

⁴⁰⁵ C. HANSELL et al., préc., note 201, p. 133.

⁴⁰⁶ BLACK BERNARD et HU HENRI T.C., préc., note 2, 818.

⁴⁰⁷ B. BLACK et H. T. C. HU, préc., note 69, 642.

ainsi être transposés en droit canadien afin de rectifier les situations semblables se produisant sur ce territoire.

b) Un recours judiciaire privé?

Tel que mentionné précédemment, la Cour d'appel de la Colombie-Britannique⁴⁰⁸ a longuement insisté sur la nécessité pour le législateur canadien d'intervenir afin de contrer l'emploi abusif du vote vide. Le tribunal suggère la création d'un recours judiciaire privé exclusif au bénéfice de l'émetteur et des actionnaires lésés. Les auteurs Kevin Cunningham⁴⁰⁹ et Jonathan Cohen⁴¹⁰ proposent également la même approche. Ces auteurs suggèrent que tout demandeur à un tel recours devront démontrer que l'actionnaire en défaut : (i) possède une propriété effective des actions de l'émetteur; (ii) détient une position économique négative; et (iii) exerce ses droits de vote de manière préjudiciable pour l'émetteur et/ou ses actionnaires. Les éléments de preuves devront clairement démontrer ce préjudice par une fluctuation du prix de l'action à l'issue du vote. Les demandeurs seront ainsi en mesure de réclamer l'équivalence du delta de la valeur initiale de l'action, en isolant toutefois les baisses générées par les marchés financiers⁴¹¹.

Cette solution pourrait toutefois poser certaines difficultés pratiques. Notamment, l'ingérence des tribunaux dans un processus corporatif décrété privé devra être suffisamment circonscrite afin d'éviter de porter préjudice à l'indépendance de la société par actions. En effet, tout actionnaire peut exercer librement ses droits de vote, et ce, même si cet exercice est à l'encontre des intérêts de la personne morale. Les tribunaux devront, conséquemment, s'abstenir d'invalider l'exercice de droits de votes réalisés en l'absence d'un stratagème de vote négatif. Cependant, une fois ces considérations pratiques écartées, le recours judiciaire privé apparaît comme étant une solution viable remplissant les objectifs poursuivis par le législateur.

⁴⁰⁸ *Telus Corporation v. CDS Clearing and Depository Services Inc.*, préc., note 233, par. 103.

⁴⁰⁹ Kevin C. CUNNINGHAM, « Examination of judicial policy on corporate vote buying in the context of modern financial instruments », (2008) 64-2 *New York University Annual Survey of American Law* 293.

⁴¹⁰ J. COHEN, préc., note 74.

⁴¹¹ *Id.*, 256.

c) Un incitatif sous forme de dividende.

Certains auteurs ont proposé l'idée de distribuer un dividende à tout actionnaire exerçant leurs droits de vote. Les actionnaires seront alors incités à conserver leurs positions économiques rattachées aux valeurs mobilières. Cette solution accuse toutefois de certaines faiblesses. Il relève du droit des actionnaires de s'abstenir de voter sur toutes décisions d'une société par actions. L'atteinte à ce droit fondamental pourrait alors être considérée grandement discriminatoire. De plus, de nombreux actionnaires mal informés exerceront leurs droits de vote dans la seule intention d'empêcher l'incitatif pécuniaire lié à un tel exercice. La société publique serait alors exposée à de graves dangers affectant la réalisation de leurs objectifs administratifs par une utilisation des droits de vote de manière aléatoire⁴¹². D'autant plus qu'aucun contrôle ne pourra être exercé quant aux stratagèmes de vote vide et/ou négatif. Cette solution apparaît donc totalement inefficace et ne peut donc être adoptée.

d) La solution adéquate : La modification des statuts constitutifs.

Une dernière solution serait de limiter l'exercice des droits de vote acquis par un actionnaire détenant une exposition économique inférieure⁴¹³. Cependant, les bénéfices encourus par de telles tactiques d'activisme ainsi que la complexité du calcul des positions économiques tendent à invalider cette position. Il est donc suggéré de restreindre son champ d'application aux situations extrêmes en présence d'une exposition économique globale négative⁴¹⁴. Afin de valider une telle proposition, le droit corporatif doit subir des modifications afin d'alléger les restrictions quant à la discrimination entre les actionnaires. Les émetteurs seraient ainsi en mesure d'adapter leurs statuts constitutifs

⁴¹² Michael LEE, « Empty voting: private solutions to a private problem », (2007) 2007-3 *Columbia Business Law Review* 883, 909.

⁴¹³ BLACK BERNARD et HU HENRI T.C., préc., note 2, 909.

⁴¹⁴ *Feedback Statement; Call for evidence on Empty Voting*, ESMA 2012/415, EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (ESMA), 2012, en ligne : <<http://www.esma.europa.eu/system/files/2012-415.pdf>>.

afin de précisément circonscrire les abus lors de l'exercice des droits de vote négatif⁴¹⁵. La création d'une telle présomption devra toutefois être facilement réfutée par la simple démonstration d'une position économique notable.

Toutefois, certaines contraintes et limitations devront être clairement exposées aux émetteurs afin d'éviter toute forme d'abus découlant de cette nouvelle lassitude. Par exemple, les initiés pourront être tentés de s'exclure de l'interdiction générale quant à l'exercice des droits de votes négatifs. Afin de pallier à cette problématique, un caractère neutre et égalitaire des amendements devra être imposé à l'émetteur. Aucun favoritisme quant à la catégorie d'actions, de limite temporelle, d'exemptions particulières, ou de niveau de participation requis ne pourra être toléré. De plus, afin d'éviter les situations où un émetteur userait de mesures punitives déraisonnables en présence d'une simple disparité existant entre les droits de vote et l'exposition économique d'un actionnaire, un recours judiciaire ou administratif devra être établie⁴¹⁶. Un certain pouvoir discrétionnaire dévolu aux actionnaires devra donc être prévu par la législation corporative. Afin d'assurer un contrôle de cette procédure, des pénalités pénales déterminées par un tribunal compétent, devront être adjointes aux fausses déclarations des actionnaires⁴¹⁷.

Ces restrictions quant à l'exercice de votes négatifs devront être appliquées à tout actionnaire de l'émetteur, et ce pour diverses raisons. Notamment, il demeure peu probable que les actionnaires minoritaires détenant qu'une participation restreinte se prêtent à de tels stratagèmes d'activisme actionnarial. Conséquemment, ces derniers seront aisément exclus du champ d'application des restrictions envisagées. Une procédure simplifiée devra toutefois être permmissible dans de telles circonstances afin d'éviter un encouragement à la passivité de ces derniers⁴¹⁸.

Cette mesure de nature radicale a le bienfait d'enrayer toute possibilité d'exercer un droit de vote dans de semblables conditions. Elle reçoit d'ailleurs une forte approbation de la

⁴¹⁵ B. BLACK et H. T. C. HU, préc., note 69, 698.

⁴¹⁶ B. BLACK et H. T. C. HU, préc., note 61, 699.

⁴¹⁷ J. COHEN, préc., note 74, 266.

⁴¹⁸ B. BLACK et H. T. C. HU, préc., note 69, 700.

doctrine⁴¹⁹. Par exemple, les auteurs Shaun Martin et Frank Partnoy expriment leur position comme suit :

« shareholders with substantial short positions should not be entitled to vote and that corporations and their regulators should strongly consider taking away the votes of shareholders who are also option buyers and sellers⁴²⁰ ».

De nombreuses critiques y sont aussi logées quant à ses difficultés d'application certainement due au manque flagrant de technologies afin de circonscrire les adaptations nécessaires sur les marchés boursiers⁴²¹. Certains assument que le droit corporatif ne peut déroger à l'interdiction générale imputée aux tribunaux les empêchant de s'ingérer dans les affaires corporatives d'une société. Les tribunaux sont soumis à une retenue dans le processus décisionnel des sociétés par actions et une telle intention subjective causerait un risque substantiel à l'indépendance de ces dernières et discréditerait les décisions légalement prises par les actionnaires⁴²². D'autant plus que plusieurs effets bénéfiques instaurant une plus grande efficacité du processus décisionnel seraient alors éliminés, et ce, au détriment de l'émetteur et de ses actionnaires. Les nombreuses difficultés pratiques et théoriques liées à une telle interdiction suffisent selon certains auteurs à écarter cette proposition de réforme⁴²³.

Cependant, aucune autre solution ne semble envisageable. Une situation de vote vide et/ou négatif peut causer un préjudice important pour un émetteur ne peut être tolérée. Il relève donc aux tribunaux de conserver une certaine retenue quant au processus décisionnel d'une entreprise et de se limiter uniquement qu'aux situations d'abus flagrantes. Cette minime ingérence de la magistrature serait nécessaire afin d'éviter des décisions catastrophiques pour un émetteur victime du vote vide et/ou négatif.

⁴¹⁹ B. BLACK et H. T. C. HU, préc., note 6, 906; David SKEEL, « Behind the Hedge – In the Untamed World of Hedge Funds, Rigged Deals and Manipulated Markets Help the Wealthy Thrive While Ordinary Investors Wither », *Legal Affairs* 2005, en ligne : <http://www.legalaffairs.org/issues/November-December-2005/feature_skeel_novdec05.msp>.

⁴²⁰ F. PARTNOY et S. MARTIN, préc., note 48, 793.

⁴²¹ BLACK BERNARD et HU HENRI T.C., préc., note 2, 888.

⁴²² J. COHEN, préc., note 74, 252.

⁴²³ *Id.*, 254.

Conclusion

L'assimilation totale tel qu'adopté par de nombreuses juridictions constitue la solution préférée afin d'assurer une protection efficace des investisseurs canadiens. D'ailleurs, les autorités de surveillance européenne acclament la réussite de leurs solutions et suggèrent fortement une harmonisation des marchés boursiers nord-américains. Le Québec et le Canada n'ont toutefois pas, pour le moment, l'intention d'emboîter le pas de leurs compatriotes européens.

Les situations de vote vide demeurent, quant à elles, sujettes à de plus grandes réflexions. Bien que l'adoucissement des règles corporatives permettant des restrictions d'abus d'actionnaires dans les statuts constitutifs, les faits survenus au Canada et aux États-Unis démontrent l'urgence d'intervenir pour freiner ces comportements abusifs d'activismes actionnariaux.

Conclusion

Les contrats d'échange d'actions à dénouement exclusivement numéraire opérés de manière abusive, offrent aux investisseurs canadiens, un moyen de cumuler discrètement une position au capital-actions d'un émetteur assujéti. En effet, le système d'alerte et de notification canadien n'inclut pas, dans le calcul de son seuil de franchissement initial, les positions exclusivement économiques détenues par une contrepartie à un instrument dérivé. Cette dernière n'a plus qu'à conclure un avenant à l'instrument financier en question, afin de lui permettre de prendre une livraison physique des actifs sous-jacents. Bien que la grande majorité de ces instruments dérivés soit négociée uniquement dans un objectif spéculatif ou de couverture, les cas exceptionnels d'abus produisent tout de même de graves perturbations sur l'efficacité et l'intégrité des marchés financiers. Les quelques cas de figures s'étant réalisés dans de nombreuses juridictions, ont d'ailleurs démontrés les importantes conséquences pour l'émetteur et ses actionnaires.

Une conclusion similaire s'applique aux stratagèmes de vote négatif. Malgré le fait que ces stratégies soient rarement employées sur les marchés financiers canadiens, le droit corporatif n'est pas adapté pour contenir valablement les perturbations occasionnées sur le déroulement d'un vote des actionnaires. Un investisseur se prêtant à de telles tactiques exerce généralement ses droits de vote pour ses propres intérêts personnels sans se soucier des pertes économiques pour l'émetteur. En effet, un tel investisseur s'est départi de son exposition économique résultant en une inopposabilité des pertes engendrées par l'exercice de son droit de vote. Les conséquences pour l'émetteur et ses actionnaires demeurent toutefois considérables.

La magistrature ayant été appelée à se questionner sur la légitimité des stratagèmes de propriété occulte et de vote négatif a souligné l'importance pour le législateur d'intervenir afin de contrer ces nouvelles perturbations sur les marchés financiers. Dans un premier temps, nombreuses juridictions ont procédé à une réforme de leur système d'alerte et de notification applicable afin d'y inclure, dans le calcul de seuil de franchissement initial, les positions exclusivement économiques détenues par l'entremise d'instruments dérivés. Malgré les grandes répercussions sur les marchés financiers, cette solution assure une préservation de leur intégrité et de leur efficacité. Toutefois, suites aux consultations législatives entreprises par le législateur canadien, ce dernier a opté pour le statut quo. En ce qui concerne les stratagèmes de vote négatif, aucune réforme au droit corporatif n'a été observée au sein des juridictions étudiées. Pourtant, la Cour d'Appel de la Colombie-Britannique incite le législateur canadien à intervenir dans le but de cesser tout emploi de vote négatif dans l'intention de nuire à l'émetteur. Les sociétés par actions pourraient toutefois entreprendre un recours judiciaire privé afin de faire valoir leurs droits. Cette solution pourrait servir de moyen coercitif envers les investisseurs contrevenants, sans nécessiter une réforme du droit corporatif.

Sommes toutes, l'accroissement exponentiel des marchés financiers révèlent ainsi la désuétude du principe corporatif « *one share, one vote* ». Bien qu'il conserve toutefois son utilité ainsi que son importance, certaines adaptations devront y être apportées afin de refléter l'utilisation courante des instruments dérivés au sein des marchés financiers.

D'autant plus, que l'apparition de nouveaux produits financiers se multipliera au fil du temps. Cette nouvelle réalité mérite que l'on s'y attarde afin de trouver un consensus nécessaire à leur cohabitation. Comme dans tout domaine du droit, le législateur doit faire preuve d'une capacité d'adaptation pour ainsi continuer à réaliser ses objectifs.

BIBLIOGRAPHIE

Législation

- AUTORITÉS CANADIENNES EN VALEURS MOBILIÈRES, *Instruction générale relative au règlement 55-104 sur les exigences et dispenses de déclaration d'initié*, en ligne : <<https://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/valeurs-mobilieres/55-104/2010-04-30/2010avril30-55-104-ig-vadmin-fr.pdf>>.
- SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Beneficial ownership reporting requirements and security-based swaps*, 17 CFR Part 240 Release, en ligne : <<https://www.sec.gov/rules/final/2011/34-64628.pdf>>.
- *Securities Act of 1933*, (1933) ch. 38, title I, Sec. 1, 48 Stat. 74.
- *Public Law 90-439*, (1968) U.S.C.A., 78a et seq.
- *Loi canadienne sur les sociétés par actions*, (1985) L.R.C. c. C-44.
- *Securities Act*, (1990) , R.S.O c. S.5, en ligne : <<http://www.ontario.ca/laws/statute/90s05>>.
- *Wertpapierjandelsgesetz – wphg*, (1994) BCBI S. 1749, en ligne : <<http://www.gesetze-im-internet.de/bundesrecht/wphg/gesamt.pdf>>.
- *Business Corporation Act*, (2002) S.B.C. c. 57.
- *Rule 61-501 - Insider Bids, Issuers Bids, Business Combinations and Related Party Transactions*, (2004) 27 O.S.C.B. 5975, en ligne : <<https://www.osc.gov.on.ca/en/13238.htm>>.
- *Gressetz zur Bergrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundener Risikem*, (2008) BCBI. S. 16666.
- *Ordonnance n° 2009-105 du 30 janvier 2009 relative aux rachats d'actions, aux déclarations de franchissement de seuils et aux déclarations d'intentions*, 3 janvier 2009, en ligne : <<http://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?cidTexte=JORFTEXT000020176274>>.
- *City Code on Takeovers and Mergers*, en ligne : <<http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/code.pdf>>.
- *C. monét. et Fin.*
- *Code civil du Québec*, L.R.Q.. c. C-1991.

- *Commonwealth of Australia consolidated Acts, Corporations Act 2001 (Cth)*, en ligne : <http://www.austlii.edu.au/au/legis/cth/consol_act/ca2001172/>.
- *Directive 2004/109/CE du Parlement Européen et du conseil du 15 décembre 2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementaire et modifiant la directive 2001/34/CE.*, en ligne : <file:///C:/Users/Clovis/Downloads/Dir%20UE%202004_109.pdf>.
- *Directive 2007/14/CE de la Commission du 8 mars portant modalités d'exécution de certaines dispositions de la directive 2004/109/CE sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé*, en ligne : <file:///C:/Users/Clovis/Downloads/Dir%20UE%202007_14.pdf>.
- *Disclosure rules and Transparency rules (DTR)*, en ligne : <<http://fshandbook.info/FS/html/FCA/DTR/>>.
- *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, 124 Stat. 1376.
- *Loi sur les instruments dérivés*, L.R.Q. c. I-14.01.
- *Loi sur les sociétés par actions*, L.R.Q., c. S-31.1.
- *Loi sur les valeurs mobilières*, L.R.Q. c. V-1.1.
- *Règlement 55-104 sur les exigences et dispenses de déclaration d'initié*, L.R.Q. c. V-1.1, r.31, en ligne : <<https://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/valeurs-mobilieres/55-104/2010-04-30/2010avril30-55-104-vadmin-fr.pdf>>.
- *Règlement 62-103 sur le système d'alerte et questions connexes touchant les offres publiques et les déclarations d'initiés*, L.R.Q., c V-1.1, r 34, en ligne : <<https://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/valeurs-mobilieres/62-103/2010-04-30/2010avril30-62-103-vadmin-fr.pdf>>.
- *Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat, RLRQ*, R.L.R.Q., c V-1.1, r 35, en ligne : <<https://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/valeurs-mobilieres/62-104/2011-01-01/2011jan01-62-104-vadmin-fr.pdf>>.
- *Securities Exchange Act of 1934*, 17 C.F.R., part. 240.
- *Securities Market Act 1988*, no. 234, en ligne : <<http://www.legislation.govt.nz/act/public/1988/0234/latest/whole.html#DLM139727>>
- *The city code on takeovers and mergers*, en ligne : <<http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/code.pdf>>.

Jurisprudence

- *North-West Transportation c. Beatty*, 1884 12 R.C.S. 598.
- *Hall v. Isaacs*, 1958 146 A.2d (Del. Ch.) 602.
- *Rondeau v. Mosinee Paper Corporation*, 1975 422 U.S. 49, 59-59, 95 S. Ct. 2069, 45 L. Ed. 2d 12 .
- *Schreiber v. Carney*, 1982 447 A.2d. (Del. Ch.) 17.
- *Blasius Industries, Inc. v. Atlas Corp.*, 1988 564 A2d. 651.
- *Re Robinson*, 1996 19 O.S.C.B, 2643.
- *In re IXC Communications, Inc.*, 1999 WL 1009174, 8 (Del. Ch. Oct. 27. 1999) .
- *Ithaca (Custodians) Ltd. v. Perry Corporation*, 2003 2 N.Z.L.R. 216.
- *In re the Mony Group Inc.*, 2004 852 A. 2d. 9. .
- *Ithaca (Custodians) Ltd. v. Perry Corporation*, 2004 2 N.Z.L.R. 182.
- *Austral Coal Limited 02 (RR) v. Glencore International AG*, 2005 ATP 20, en ligne : http://www.takeovers.gov.au/content/DisplayDoc.aspx?doc=reasons_for_decisions/2005/020.htm&pageID=&Year=2005>.
- *Glencore*, 2005 220 ALR 495, en ligne : <https://jade.barnet.com.au/Jade.html#!article=111285>>.
- *Glencore International AG v. Takeovers Panel*, 2006 FCA 274, en ligne : http://www.austlii.edu.au/au/cases/cth/federal_ct/2006/274.html Glencore International AG v. Takeovers Panel (2006) FCA 274. http://www.austlii.edu.au/au/cases/cth/federal_ct/2006/274.html>.
- *Re Sears Canada et al.*, 2006 35 OSCB 8766.
- *Multi-Fineline Electronix, Inc. v. WBL Corporation Limited*, 2007 Ch.Del. C.A. no. 2482-N .
- *CSX Corporation v. The Children's Investment Fund Management (UK) LLP, The Children's Investment Fund Management (CAYMAN) LTD., The Children's Investment Master Fund, 3G Capital Partners LTD., 3G Capital Partners, L.P., 3G Fund, L.P., Christopher Hohn, Snehal Amin, and Alexandre Behring*, 2008 F. Supp. 2d., 511.
- *Schaeffler v. Continental*, 2009 10 EBOR 115 .
- *In the matter of Perry Corporation*, [2009] Release No. 60351 3–13561 (Securities Exchange Commission, File no. 3-13561).

- *Société Wendel SA, Jean-Bernard Lafonta et Société Deutsche Bank*, [2010] (Paris) Commission des Sanctions, Autorité des marchés financiers , en ligne :
<file:///C:/Documents%20and%20Settings/z82919/My%20Documents/Downloads/D%C3%A9cision%20de%20la%20Commission%20des%20sanctions%20du%2013%20d%C3%A9cembre%202010%20%C3%A0%201%20%C3%A9gard%20de%20la%20soci%C3%A9t%C3%A9%20WENDEL%20SA%20de%20M.%20Jean-Bernard%20LAFONTA%20et%20de%20la%20soci%C3%A9t%C3%A9%20DEUTSCHE%20BANK%20PARIS.pdf>.
- *CSX Corporation v. The Children’s Investment Fund Management (UK) LLP, The Children’s Investment Fund Management (CAYMAN) LTD., The Children’s Investment Master Fund, 3G Capital Partners LTD., 3G Capital Partners, L.P., 3G Fund, L.P., Christopher Hohn, Snehal Amin, and Alexandre Behring*, 2011 F. 3d 276.
- *Hemispherx Biopharma Inc. v. Johannesburg Consolidated Investments*, 2011 274 F. 3d 137.
- *Mason Capital Management LLC v. Telus Corporation*, 2012 BCSC 1582.
- *Telus Corporation v. CDS Clearing and Depository Services Inc.*, 2012 BCSC 1350.
- *Telus Corporation v. Mason Capital Management LLC*, 2012 BCCA 403 .
- *Genesis Land Development Corp. v Smoothwater Capital Corporation*, 2013 ABQB 509.
- *LVMH Moët Hennessy-Louis Vuitton*, 2013 Commission des Sanctions, Autorité des marchés financiers (Paris) , en ligne :
<file:///C:/Documents%20and%20Settings/z82919/My%20Documents/Downloads/D%C3%A9cision%20de%20la%20Commission%20des%20sanctions%20du%2025%20juin%202013%20%C3%A0%201%20%C3%A9gard%20de%20la%20soci%C3%A9t%C3%A9%20LVMH%20Mo%C3%ABt%20Hennessy%20Louis%20Vuitton.pdf.>.
- *Com. 23 novembre 2013, Commerciale, financière et économique, 2014. No 1145., .*

Doctrine

- BERLE, A. A. et G. C. MEANS, *The modern corporation and private property*, New York Macmillan, 1991.
- BORDEN LADNER GERVAIS LLP, *Securities Law and Practice*, 3rd éd., 14, Thompson Reuters, Carswell, 2006.
- CRÈTE, R. et S. ROUSSEAU, *Droit des sociétés par actions*, 3e éd., Les Éditions Thémis, 2011.
- EUROPÉENNE, C., D. DE TRAVAIL DES SERVICES DE LA COMMISSION et R. DE L'ANALYSE D'IMPACT ACCOMPAGNANT LE DOCUMENT, *Proposition de directive du Parlement et du Conseil modifiant la directive 2004/109/CE*, 2011.
- FISCHER, D. R. et F. H. EASTERBROOK, *The economic structure of corporate law*, Paperback, 1996.
- KOLB, R. W., *Futures, Options & Swaps*, Third Edition, Blackwell Publishing, 2007.
- MARTEL, P., *La société par actions au Québec, Les aspects juridiques*, Édition spéciale, 1, Éditions Wilson & Lafleur Martel Ltée, 2015.
- NEJMAN, G., *Les contrats de produits dérivés : aspects juridiques*, Bruxelles Lancier, 1999.
- QUILLEC, M. LE, *L'assimilation des instruments financiers à terme à dénouement exclusivement monétaire; fondements théoriques et pertinence pratique*, Paris France, HEC Paris I, 2012, en ligne : <<http://www.lepetitjuriste.fr/wp-content/uploads/2012/08/L%20assimilation%20des%20instruments%20financiers%20%C3%A0%20terme%20%C3%A0%20d%C3%A9nouement%20exclusivement%20mon%C3%A9taire%20-%20M.%20Le%20Quillec%20-%20M2%20Droit%20des%20affaires%20et%20fiscalit%C3%A9%20-%20Paris%201.pdf>>.
- BERTACCINI, D., « To disclose or not to disclose? CSX Corp., Total return swaps, and their implications for schedule 13(d) filing purposes », (2009) 31 *Cordozo Law Review* 267.
- BETTIS, J. C., M. L. LEMMON et J. M. BIZJAK, « Insider trading in derivative securities: an empirical examination of the use of zero-cost collars and equity swaps by corporate insiders », 1999, en ligne : <<file:///C:/Users/Clovis/Downloads/SSRN-id167189.pdf>>.
- BLACK BERNARD et HU HENRI T.C., « The new vote buying: Empty voting and Hidden (morphable) ownership », (2006) 79-4 *Southern California Law Review* 811.
- BLACK, B. et H. T. C. HU, « Empty voting and hidden (morphable) ownership: Taxonomy, implications and reforms », (2006) 61-3 *The Business Lawyer, Section of Business Law, American Bar Association* 1011.

- BLACK BERNARD et HU HENRI T.C., « Hedge funds, insiders and the decoupling of economic and voting ownership: Empty voting and hidden (morphable ownership) », (2007) 13 *Journal of Corporate Finance* 343.
- BLACK BERNARD et HU HENRI T.C., « Equity and debt decoupling and empty voting II: Importance and exclusions », (2008) 156-3 *University of Pennsylvania Law Review* 625.
- BODIE, M. T. et G. M. HAYDEN, « One share, one vote and the false promise of homogeneity », (2008) 30-2 *Cardozo Law Review* 444.
- COHEN, J., « Negative voting: why it destroys shareholder value and a proposal to prevent it », (2008) 45-1 *Harvard Journal on Legislation* 237.
- COLOMBO RONALD J., « Effectuating disclosure under the William Act », (2011) 60-2 *Catholic University Law Review* 311.
- CUNNINGHAM, K. C., « Examination of judicial policy on corporate vote buying in the context of modern financial instruments », (2008) 64-2 *New York University Annual Survey of American Law* 293.
- DONAHUE, S. M., « Lessons learned from CSX Corp. v. Children’s Investment Fund Management and proposals for reform », (2010) 4-2 *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Corporate Law* 221.
- FISCHER, D. R. et F. H. EASTERBROOK, « Voting in Corporate Law », (1983) 26-2 *Journal of Law and Economics* 395.
- FISH, J. E., « Securities Intermediaries and the Separation of ownership from control », (2010) 33-4 *Seattle University Law Review* 877.
- FORD, C. et C. LIAO, « Power without property, still : Unger, Berle, and the derivatives resolution », (2010) 33-4 *Seattle University Law Review* 889.
- FRANKEL, T., « The new financial assets: Separating ownership from control », (2010) 33 *Seattle University Law Review* 931.
- GOTTFRIED, K. E. et B. H. GENKIN, « U.S. District Court rules against hedge fund in CSX Corp. v. The Children’s Investment Fund and al. », (2008) 12-8 *Wall Street Lawyer*, en ligne : <<http://www.blankrome.com/index.cfm?contentID=37&itemID=1665>>.
- KAHAN, M. et E. ROCK, « The hanging chads of corporate voting », (2008) 96 *The Georgetown Law Journal* 1227.
- KASHINA ELINA, « Disclosure of “Beneficial Ownership” of synthetic positions in takeover campaigns », *Columbia Business Law Review* 2009.904.
- KETTUNEN, M. et W.-G. RINGE, « Disclosure regulation of cash-settled equity derivatives : An intentions-based approach », (2012) 2 *Lloyd’s Maritime & Commercial Law Quarterly* 227.

- KIMBALL-STANLEY, A., « A tale of two cities: Regulating equity derivatives in New York and London », (2009) 32 *Boston College International and comparative Law Review* 455.
- LASKIN, H. J., « A grammar of politics », *New Haven: Yale University Press* 1929.477-478.
- LAURENT-VELLUE, B., « LVMH Germès et les equity swaps : y a-t-il eu fraude à la loi? », *Journal des Sociétés* 2012.104.62.
- LAW, R. T., « The derailment of section 13(d) liability after CSX v. Children Investment Fund and argument for maintaining the beneficial ownership requirement for section 13(d) disclosure », (2009) 59 *Catholic University Law Review* 259.
- LEE, M., « Empty voting: private solutions to a private proble », (2007) 2007-3 *Columbia Business Law Review* 883.
- MARCHÉS FINANCIERS, A. DES, « Avis de publication, Règlement 55-104 sur les exigences et dispenses de déclaration d'initié et abrogation de textes précédents connexes », (2010) 7-3 *Bulletin de l'Autorité des marchés financiers*.
- MATHEWS, R. et A. BRAV, « Empty voting and the efficiency of corporate governance », (2011) 99-2 *Journal of Financial Economics* 289.
- PARTNOY, F. et S. MARTIN, « Encumbered shares », (2005) 2005-3 *University of Illinois Law Review* 775.
- RINGE, W.-G., « Hedge funds and Risk-Decoupling – The empty voting problem in the European Union », (2013) 36 *Seattle University Law Review* 1027.
- ROCK, E. et M. KAHAN, « Hedge funds in corporate governance and corporate control », (2007) 155-5 *University of Pennsylvania Law Review* 1021.
- SCHOUTEN, M. C., « The case for mandatory ownership disclosure », (2010) 15 *Stanford Journal of Law, Business & Finance* 127.
- SKEEL, D., « Behind the Hedge – In the Untamed World of Hedge Funds, Rigged Deals and Manipulated Markets Help the Wealthy Thrive While Ordinary Investors Wither », *Legal Affairs* 2005, en ligne : <http://www.legalaffairs.org/issues/November-December-2005/feature_skeel_novdec05.msp>.
- STOUT, L. A., « The mythical benefits of shareholder control », (2007) 93 *Virginia Law Review* 789.
- SULLIVAN, B. T., « Recent development: CSX Corp. v. Children Investment Fund Management and the need for SEC expansion of beneficial ownership », (2009) 87 *North Carolina Law Review* 1300.
- VAUPLANE, H., « Les fondements de la réglementation sont-ils encore pertinents? », *Revue Banque* 2009.717.87.

- WREY, D., « The FSA, Integrated regulation and the curious case of OTC derivatives », (2010) 13 *University of Pennsylvania Law Review*.
- ZETZSCHE, D., « Continental vs. Schaeffler, hidden ownership and European law; A matter of law or enforcement? », (2009) 10 *European Business Organization Law Review*.
- ZETZSCHE, D., « Hidden ownership in Europe: BAFin's decision in Schaeffler v. Continental », (2009) 10 *European Business Organization Law Review* 115.
- ZETZSCHE, D. A., « Against mandatory disclosure of economic only positions referenced to shares of European issuers – twenty arguments against the CESR proposal », (2010) 11 *European Business Organization Law Review* 231.
- ZUCKERMAN, G., « Concentration proves winner at hedge fund, Atticus beats a path that others follow; risk in similar bets? », *Wall Street Journal* 2007, en ligne : <<http://www.wsj.com/articles/SB117910509176201545>>.
- ZURKINDEN, M., « Corporate vote buying: The new separation of ownership from control », *University of Frigbourg* 2008, en ligne : <<file:///C:/Users/Clovis/Downloads/SSRN-id1338624.pdf>>.
- AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, *Avis norme canadienne 62-103, le système d'alerte et questions connexes touchant les offres publiques et les déclarations d'initié*, 1999, en ligne : <<http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/valeurs-mobilières/62-103/1999-12-17/1999dec17-62-103-avis-publ-fr.pdf>>.
- AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS. *Wendel-Saint Gobain* » : l'AMF sanctionne Wendel et M. Lafonta, Communiqué de presse, 17 janvier 2011.
- AUTORITÉS CANADIENNES EN VALEURS MOBILIÈRES, *Les autorités en valeurs mobilières du Canada font le point sur le projet relatif au système d'alerte*, Montréal, 2014, en ligne : <https://www.autorites-valeurs-mobilières.ca/presentation_des_ACVM.aspx?id=1284>.
- BREHENY, B. V. et SECURITIES EXCHANGE COMMISSION. *CSX Corp. v. The Children's Inv. Fund Mgmt, L.L.P. et al.*, 08-Civ, 2764, 4 juin 2008.
- CANADIAN SECURITIES ADMINISTRATORS (CSA) et W. S. RICE. *Consultation on the Canada Business Corporation Act*, 8 mai 2014.
- CENTRE FOR INTERNATIONAL FINANCE AND REGULATION, *Securities lending, empty voting and corporate governance*, Working Paper, no. 023/2014, 2014, en ligne : <<http://www.cifr.edu.au/assets/document/WP023-2014%20Ali%20E019%20Securities%20Lending%20Empty%20Voting.pdf>>.
- COLEMAN, G., G. EMERSON et D. JACKSON, *Report of the Committee to Review Provisions of the Securities Act (Ontario) Relating to Take-over Bids and Issuer Bids*, Toronto, Ontario Securities Commission, 1983.

- EUROPEAN COMMISSION, *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the council amending Directive 2004/109/EX on the harmonization of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and Commission Directive 2007/14/EC*, 2011/0307 (COD, Brussels, 2011, en ligne : <<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52011PC0683&from=EN>>.
- FIELD, B., *Rapport sur les déclarations de franchissement de seuil de participation et les déclarations d'intention*, AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, 2008.
- FINANCIAL SERVICES AUTHORITY, *Disclosure of contracts for difference, Consultation and draft handbook text*, Consultation Paper 07-20, 2007, en ligne : <http://www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cp07_20.pdf>.
- GREY, A., « Empty voting: Cause for concern, but B.C. Court will not intervene », *Torys on Merger and Acquisition* (16 octobre 2012), en ligne : <<file:///C:/Users/Clovis/Downloads/MA20125.pdf>>.
- HANSELL, C., M. CONNELLY, M. DISNEY, G. STACEY, T. BARON, A. FANAKI et R. FRIDMAN, *The quality of shareholder vote in Canada*, Daview Ward Phillips & Vineberg LLP, 2010, en ligne : <<http://www.dwpv.com/Sites/shareholdervoting/media/The-Quality-of-the-Shareholder-Vote-in-Canada.pdf>>.
- IRRC INSTITUTE, *Identifying the legal contours of the separation of economic rights and voting rights in publicly held corporations*, 2010, en ligne : <<http://rockcenter.law.stanford.edu/wp-content/uploads/2010/10/Final-decoupling-report-for-SEC.pdf>>.
- KOVAL, P. A., *Use of derivatives by shareholder activists*, Volume 6, No. 3, coll. Corporate Governance Report, 2011, en ligne : <<http://www.torys.com/Publications/Lawyers%20PDF%20Documents/AR2011-27.pdf>>.
- MARINI, P., *Proposition de loi tendant à améliorer l'information du marché financier en matière de franchissement de seuils en droit boursier*, Projet de loi, 695, SÉNAT (FRANCE), 2011, en ligne : <<http://www.senat.fr/leg/pp110-695.pdf>>.
- PETR, O., C. KROHN, INTERNATIONAL CAPITAL MARKET ASSOCIATION et SECURITIES INDUSTRY AND FINANCIAL MARKETS ASSOCIATION. *Joint SIFMA/ICMA response to the FSA Consultation Paper on disclosure of contracts for difference*, 12 février 2008.
- RICE, W. S. et CANADIAN SECURITIES ADMINISTRATORS (CSA). *Response to the consultation on the Canada Business Corporation Act*, mai 2014.
- SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Beneficial ownership reporting requirements and security based-swaps - 17 C.F.R. Part. 240*, Release No. 34-64628; File No. S7-10-11, en ligne : <<https://www.sec.gov/rules/final/2011/34-64628.pdf>>.
- *CESR proposal to extend major shareholding notifications to instruments of similar economic effect to holding shares and entitlements to acquire shares*, Consultation Paper,

- CESR/09-1215b, COMMITTEE OF EUROPEAN SECURITIES REGULATORS (CESR), 2010, en ligne : <http://www.esma.europa.eu/system/files/09_1215b.pdf>.
- *Statement of the European Corporation Governance Forum on Empty Voting and transparency of shareholder positions*, EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (ESMA), 2010, en ligne : <http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/ecgf_empty_voting_en.pdf>.
 - *Franchissements de seuils et déclaration des instruments à dénouement monétaire – Proposition pour une transparence accrue et pertinente de ces instruments*, AMAFI-ANSA-FBF, 2011.
 - *Feedback Statement; Call for evidence on Empty Voting*, ESMA 2012/415, EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (ESMA), 2012, en ligne : <<http://www.esma.europa.eu/system/files/2012-415.pdf>>.
 - *Draft Regulatory Technical Standards on major shareholdings and indicative list of financial instruments subject to notification requirements under the revised Transparency Directive*, ESMA/2014/300, EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (ESMA), 2014, en ligne : <http://www.esma.europa.eu/system/files/esma-2014-300_consultation_paper_on_draft_rts_on_major_shareholdings.pdf>.
 - *Consultation on the Canada Business Corporations Act*, Consultation Paper, Ottawa, INDUSTRY CANADA, 2014, en ligne : <[https://www.ic.gc.ca/eic/site/cilp-pdci.nsf/vwapj/CBCA_Consultation.pdf/\\$file/CBCA_Consultation.pdf](https://www.ic.gc.ca/eic/site/cilp-pdci.nsf/vwapj/CBCA_Consultation.pdf/$file/CBCA_Consultation.pdf)>.