

LES DROITS DES PROPRIÉTAIRES D' ACTIONS INSCRITES AU NOM DES INTERMÉDIAIRES FINANCIERS ET DES AGENCES DE COMPENSATION

RAYMONDE GRÉTE*
Quebec

L'augmentation sans cesse croissante du volume des transactions dans le marché canadien des valeurs mobilières a inévitablement contribué à l'introduction de systèmes permettant d'accroître la rapidité de ces transactions. C'est ce qui explique l'importance considérable que connaît actuellement le système d'inscription des actions de compagnies au nom des intermédiaires financiers, tels les courtiers et les compagnies de fiducie, qui détiennent les actions pour le compte de leurs clients. Parallèlement, on ne peut que remarquer la popularité toujours grandissante du mécanisme de dépôt des actions auprès des agences de compensation, telle la Caisse Canadienne de Dépôt des Valeurs Limitée, dont l'une des principales fonctions consiste à effectuer les transferts d'actions pour le compte des intermédiaires financiers. Mais, la détention des actions par les intermédiaires financiers peut avoir pour effet de rompre les liens entre les compagnies et leurs actionnaires non-inscrits ou, du moins, retarder le processus de communications. À la lumière des données empiriques colligées pour les fins de cette étude de même que de l'analyse de la législation et de la jurisprudence pertinentes en la matière, l'auteur examine ici les problèmes que peuvent soulever l'inscription des actions au nom des intermédiaires financiers et des agences de compensation. Cette étude comporte également un examen des réformes législatives possibles en ce domaine et, dans cette perspective, une attention particulière est accordée aux développements récents du droit américain.

The ever increasing volume of transactions within the Canadian securities-market has inevitably led to the development of systems which allow such transactions to be concluded more efficiently. This may explain the considerable popularity of the nominee registration system which is used by such financial intermediaries as brokers and trust companies who hold shares in "street name" or "nominee name" for the account of their customers, the beneficial owners of the shares. By the same token, one is struck by the increasing importance of such clearing agencies as The Canadian Depository for Securities Limited whose main function is the post-trade settlement of securities transactions. In the future, these agencies will be called upon to play a fundamental role in the securities market. On the other hand, the use of the nominee registration system may have the effect of breaking the link between issuers and their non-registered

* Professeur, faculté de droit, Université Laval. L'auteur tient à remercier tout particulièrement les nombreux dirigeants de compagnies qui ont collaboré à la recherche empirique effectuée dans le cadre de cette étude. Mes remerciements vont également aux professeurs Ralph L. Simmonds et Stanley M. Beck pour les commentaires très utiles qu'ils m'ont fournis. Les vues exprimées n'engagent, cependant, que la responsabilité personnelle de l'auteur.

shareholders or, at least, complicating the communication process. In this study, the author examines the problems that the use of this system may create in the light of empirical data which was collected for the purposes of this study. The author further undertakes an analysis of current legislation in this area and suggests possible reforms. In this connection, particular attention is given to recent developments in American federal legislation.

Introduction

En échange de leur contribution au capital social d'une compagnie, les actionnaires peuvent se voir conférer plusieurs droits importants de participation et de contrôle dans les affaires de l'entreprise. Ainsi, selon les droits et privilèges tels que définis dans les documents constitutifs de la compagnie, l'actionnaire pourra participer au processus décisionnel de l'entreprise ainsi qu'au partage des bénéfices distribués sous forme de dividendes ou de réalisation d'actifs en cas de dissolution ou de liquidation.¹ De plus, certains principes de droit commun de même que les lois relatives aux compagnies et aux valeurs mobilières établissent des règles visant à mieux protéger l'exercice de ces droits fondamentaux.

C'est ainsi que les compagnies se verront imposer des obligations d'information envers leurs actionnaires, c'est-à-dire qu'elles devront régulièrement fournir l'information nécessaire permettant à ces derniers d'évaluer la situation financière de l'entreprise et de prendre des décisions éclairées lors des assemblées d'actionnaires.² De même, en cas de préjudice causé soit à la compagnie elle-même soit à certains de ses actionnaires, on prévoit des recours civils, tels l'action dérivée et l'action en cas d'oppression de la minorité.³ Notons, enfin, qu'avec l'adoption de la Loi sur les sociétés commerciales canadiennes⁴ et des législations s'inspirant de celle-ci, des dispositions nouvelles permettent maintenant aux actionnaires de soumettre des propositions par le biais des documents de la direction et

Depuis la présentation de ce texte pour publication, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario a soumis un projet de législation qui modifierait d'une façon importante les dispositions relatives aux communications entre émetteurs intermédiaires et propriétaires d'actions. Voir, *Distribution of Information to Beneficial Shareholders*, O.S.C. Bull. March 1, 1985. En raison des délais d'impression, il a cependant été impossible de modifier le texte qui suit de façon à tenir compte de ce projet.

¹ Voir par exemple la Loi sur les sociétés commerciales canadiennes, S.C. 1974-75-76, c. 33, arts. 6(1)(c), 24(3), (4); la Loi sur les compagnies, L.R.O. c. C-38, arts. 123.12, 6°, 123.40, 123.41.

² Voir par exemple la Loi sur les sociétés commerciales canadiennes, *ibid.*, arts. 129, 143, 149, 154; la Loi sur les compagnies, *ibid.*, arts. 97, 114.2; la Loi sur les valeurs mobilières, L.R.Q. 1977, c. V-1.1, arts. 77, 81, 82.

³ Voir par exemple la Loi sur les sociétés commerciales canadiennes, *ibid.*, arts. 232, 234; le Code de procédure civile, art. 33 (Qué.).

⁴ *ibid.*, arts. 131, 184 et ss.

d'exercer leur droit de dissidence en cas de changements importants proposés par la compagnie.

Cette énumération des droits et recours des actionnaires, qui ne se veut aucunement exhaustive, avait simplement pour but de faire ressortir l'importance de la qualité d'actionnaire au sein d'une compagnie. Or, pour les fins de cette étude, il est essentiel de se demander qui peut prétendre à cette qualité dans le contexte plus particulier de la détention d'actions par des intermédiaires financiers et des agences de compensation. En effet, des problèmes peuvent surgir lorsque, dans les livres de la compagnie, les actions sont inscrites uniquement au nom de ces intermédiaires agissant pour le compte de leurs clients qui sont les propriétaires réels.

Cette étude aura donc pour but, dans un premier temps, de déterminer quels sont ces intermédiaires financiers et agences de compensation visés et, dans un deuxième temps, d'examiner la nécessité d'une réglementation en ce domaine, tout en donnant un bref aperçu des répercussions possibles de l'utilisation du système d'inscription des actions au nom de ces intermédiaires.

Dans un troisième temps, nous examinerons la situation du propriétaire réel d'actions par rapport à la compagnie. À ce sujet, nous verrons que plusieurs dispositions législatives permettent aux corporations de considérer comme actionnaires uniquement les personnes inscrites dans les documents de la compagnie. Or, tout en reconnaissant le bien-fondé de ces dispositions visant à simplifier le processus d'identification des actionnaires, on peut se demander si les propriétaires réels, dont l'inscription comme actionnaires ne peut se faire en temps utile, pourraient néanmoins prouver leur droit de propriété et être admis ainsi à exercer leurs droits, tels le droit de vote, le droit de dissidence et les différents recours visant à protéger leurs intérêts.

À la lumière de cette analyse, s'il appert que les seuls actionnaires devant être reconnus comme tels par la corporation sont ceux inscrits dans les documents de la compagnie, il sera important, dans un quatrième temps, d'examiner les relations existant entre les intermédiaires et les propriétaires d'actions, afin de déterminer la nature et l'étendue de la responsabilité des premiers par rapport aux deuxièmes. Plus particulièrement, il s'agira de voir si les intermédiaires financiers et les agences de compensation, dont les actions sont inscrites à leur nom, peuvent exercer les droits normalement rattachés à la qualité d'actionnaire et, dans l'affirmative, de déterminer si ces intermédiaires doivent s'enquérir des désirs des propriétaires réels avant d'agir.

Fondamentalement, le problème soulevé ici consiste à concilier, d'une part, le besoin de doter la compagnie d'un système efficace et rapide d'identification des actionnaires et, d'autre part, la nécessité de faire fonctionner une entreprise de manière conforme aux aspirations de

ceux qui possèdent un intérêt réel dans la compagnie en raison de leur droit en tant que propriétaires des actions.

Dans cette étude, une attention particulière sera accordée aux développements récents dans le droit américain, lesquels présentent des solutions intéressantes en ce domaine. À notre avis, cette analyse comparative est nécessaire puisque notre législation sur le droit des compagnies et des valeurs mobilières relativement aux détenteurs d'actions s'est souvent inspirée de modèles législatifs américains.⁵ Malheureusement, contrairement à nos voisins du sud, les législateurs canadiens n'ont pas encore réexaminé ces questions à la lumière des changements importants résultant de l'utilisation grandissante du mécanisme d'enregistrement des actions au nom des intermédiaires.

I. L'utilisation du mécanisme d'inscription des actions au nom des intermédiaires financiers et des agences de compensation

Afin de simplifier les procédures de transfert des valeurs mobilières, il existe une pratique couramment utilisée tant au Canada qu'aux États-Unis qui consiste à émettre des certificats d'actions en "street name" ou "street form" ou encore au nom d'une institution financière. L'émission de certificats en "street name" ou "certificat de courtier" est le mécanisme par lequel les actions sont enregistrées au nom d'un courtier ou d'un prête-nom ou endossées par un courtier et ce, pour le compte de ses clients qui en sont les propriétaires réels.⁶ Un mécanisme semblable est également utilisé par les différentes institutions financières telles les compagnies de fiducie, les banques, les compagnies d'assurance et les compagnies d'investissement.

⁵ A ce sujet, voir Information Canada, Propositions pour un nouveau droit des corporations commerciales canadiennes (1971), vol. 1, Titre 6.00, et plus particulièrement les paragraphes 152, 159; ces recommandations ont servi de modèle pour l'adoption des articles 47, 128, 129, 132 de la Loi sur les sociétés commerciales canadiennes, *ibid.*; pour ce qui est de la législation applicable aux intermédiaires financiers, nos législateurs se sont inspirés des recommandations faites dans les années soixante dans le rapport du comité Kimber (Report of the Attorney-General's Committee on Securities Law in Ontario) qui, lui aussi, a été très influencé par la législation américaine en matière de valeurs mobilières.

⁶ Voir la définition donnée par le comité Ontario Legislative Assembly Select Committee on Company Law, Interim Report (1967), p. 43, n. 72; on se réfère également à ce type d'enregistrement dans les règlements de la bourse de Toronto, By-Laws, CCH, Can. Sec. L. Rep., Vol. 3, art. 13.14, para. 89-531; au sujet des certificats de courtier, voir F.J. Pépin, Certificats de valeurs mobilières corporatives, registres et transferts, dans L. Sarna (éd.) Corporate Structure, Finance and Operations, Essays on the Law and Business Practice (1980), pp. 170-171; Nabil N. Antaki, Les mandats de vote en vue de l'assemblée générale dans les droits du Canada et des États-Unis, Thèse de doctorat inédite, Paris, 1972, pp. 138-158; Nabil N. Antaki, Chroniques régulières (1973), 33 Rev. du B. 168-170.

Un des grands avantages de ce système d'enregistrement est d'assurer la liquidité des titres en ce qu'il permet d'effectuer les transferts d'actions par simple endossement et livraison du certificat sans qu'il soit nécessaire de les enregistrer dans les documents de la compagnie.⁷ En outre, pour certains investisseurs, cette technique permet de préserver l'anonymat de leurs transactions.

Actuellement, au Canada, contrairement à ce qui se passe aux États-Unis, il n'existe, à notre connaissance, aucune étude permettant d'évaluer l'importance de l'utilisation de ce mécanisme. Cependant, à la lumière d'une recherche empirique que nous avons effectuée auprès d'un certain nombre de compagnies et d'investisseurs institutionnels, il nous est possible de donner quelques indications à cet égard.

L'ampleur du système d'enregistrement au nom d'un prête-nom ressort premièrement d'une enquête effectuée auprès de quelques maisons de courtage et de compagnies de fiducie. Dans cette enquête, les entreprises étaient appelées à indiquer le pourcentage des actions qu'elles détenaient par le biais de "certificats de courtiers" ou à titre de prête-nom pour le compte de leurs clients et ce, en fonction du nombre total des actions acquises pour tous leurs clients. En réponse à cette question, onze entreprises sur un total de quatorze répondants ont indiqué que ce pourcentage s'établissait à moins de soixante pour cent. Les entreprises participant à cette enquête ont également spécifié les cas où l'enregistrement se fait au nom d'un prête-nom; ainsi, non seulement le mécanisme est utilisé dans les cas traditionnels d'achats d'actions au comptant ou sur marge mais également dans le cadre des différents régimes prévus pour fin de déductions fiscales, tels les régimes enregistrés d'épargne-retraite (R.E.E.R.) et les régimes de placements en titre indexés (R.P.T.I.).

Lors d'une deuxième enquête, quatre-vingt-quinze grandes compagnies canadiennes faisant appel publiquement à l'épargne étaient également appelées à indiquer le pourcentage approximatif de leurs actions détenues par un prête-nom. En réponse à cette question, trente-quatre entreprises sur un total de soixante-sept répondants ont mentionné que cette proportion s'établissait à moins de vingt pour cent alors que trente-trois autres répondants ont indiqué que ce pourcentage variait entre vingt et quatre-vingt-quinze pour cent.⁸ Et comme nous le verrons plus loin, plusieurs de ces entreprises ont fait état des difficultés qu'un tel système d'enregistrement pouvait poser dans le processus de communications avec leurs actionnaires.⁹

⁷ Voir Pépin, *ibid.*, p. 170.

⁸ R. Crête, L'utilisation du mécanisme des procurations en vue des assemblées d'actionnaires dans les sociétés commerciales canadiennes, Rapport, Université Laval, Faculté de droit, décembre 1983, p. 9.

⁹ Voir, *infra*, texte accompagnant les notes 69, 70. *

Parallèlement à ce mécanisme utilisé par les intermédiaires financiers, nous avons vu également apparaître, au cours des années soixante-dix, une institution importante dans le domaine des valeurs mobilières, soit la création de dépositaires de valeurs mobilières ou d'agences de compensation qui, elles aussi, utilisent le mécanisme d'enregistrement au nom d'un prête-nom.¹⁰ La plus importante de ces agences est la Caisse Canadienne de Dépôt de Valeurs Limitée/The Canadian Depository for Securities Limited, communément appelée la "C.C.D.V."¹¹ Une des principales fonctions de cette agence, qui connaît actuellement une popularité grandissante, consiste à détenir les certificats de valeurs mobilières dans le but de permettre le transfert des valeurs sans nécessité de certificats par l'utilisation d'un mécanisme informatisé d'entrées comptables. De façon plus précise, voici comment on a défini le mandat de cette agence:¹²

The mandate of the Depository is to improve the cost effectiveness of capital markets through the development and operation of a computer based system that will replace certificates as evidence of ownership in the issuance, clearing, safe-keeping, transfer, lending and hypothecation of securities.

Nous pouvons déjà noter l'ampleur que prend cette nouvelle institution car entre le mois de mai 1983 et le mois de janvier 1984, on rapporte que la valeur totale des titres détenus par la C.C.D.V. est passée de 9.5 milliards de dollars à 16.6 milliards et que quatre-vingt-un intermédiaires financiers, tels les courtiers et les compagnies d'investissement, participent au système basé sur les livres (B.B.L.) qui est offert par cette agence.¹³ Et pour les fins de notre étude, ce qu'il est important de retenir c'est le fait que toutes les valeurs mobilières détenues par la C.C.D.V. sont enregistrées dans les livres des compagnies émettrices sous le nom de C.D.S. & Co, soit le prête-nom de l'agence.¹⁴ Ainsi, entre une compagnie émettrice et les propriétaires réels d'actions s'interposent non seulement l'intermédiaire financier, tel le courtier qui acquiert les actions pour

¹⁰ Voir Consommation et Corporations Canada, *Recommandations pour une loi fédérale sur les valeurs mobilières* (1979), vol. 2, p. 198; H.J. Cleland, *La transformation informatique du marché canadien des valeurs mobilières*, dans les *Recommandations pour une loi fédérale sur les valeurs mobilières*, vol. 3, pp. 1081-1193, et plus particulièrement pp. 1139-1155; D.M. Harley, *Canadian Depository System for Securities* (1983), 7 *Can. Bus. L.J.* 306, aux pp. 306-307; ce dernier article a été reproduit dans *The Special Lectures of the Law Society of Upper Canada, Corporate Law in the 80's* (1982), pp. 383-399.

¹¹ Voir Harley, *ibid.*, aux pp. 313-314; *In re the Business Corporations Act*, R.S.O. 1980, c. 54 and the *Canadian Depository for Securities*, O.S.C. Weekly Bull. Aug. 13, 1982, p. 1078.

¹² *The Canadian Depository for Securities Limited*, 1982 Annual Report, p. 5.

¹³ Voir les états de *The Canadian Depository for Securities BBS Activity*, Jan. 31, 1984.

¹⁴ Voir CD-CC, *Proposal for Eligibility of Bank's Shares for the Book Based System*, June 1983, pp. 5, 6.

le compte de ses clients et participe au système offert par la C.C.D.V., mais également l'agence elle-même qui, en ce qui concerne la compagnie, sera l'unique actionnaire enregistré pour toutes les actions détenues.¹⁵

Comme aux États-Unis, l'utilisation des prête-noms pour fin d'enregistrement des actions s'est accrue constamment depuis la reconnaissance de ce mécanisme dans les années trente. Comme il ressort d'une étude entreprise par le comité connu sous le nom d'Advisory Committee on Shareholder Communications, il y avait en 1981, environ 9,500 prête-noms détenant des valeurs mobilières pour d'autres personnes¹⁶ et, parmi ceux-ci, les trois principales agences américaines de compensation détenaient le plus grand nombre de ces actions. Les données publiées par l'une de ces agences fournissent d'ailleurs un bon indice de l'importance des valeurs détenues par ce type d'intermédiaire.¹⁷ The Depository Trust Company (D.T.C.) révélait en effet qu'à la fin de 1982, cette agence détenait 26.7 milliards d'actions dont la valeur était estimée à 838 milliards de dollars et que le nombre de ses participants était passé de 374 à 455 entre 1981 et 1982.¹⁸

Certes, on ne peut que vanter les mérites de l'inscription au nom des intermédiaires en ce qu'elle permet d'obtenir une efficacité incomparable au niveau de la négociation des titres. Toutefois, l'émergence de ce système, tant au Canada qu'aux États-Unis, va sans doute avoir des répercussions majeures dans les relations entre les compagnies et leurs actionnaires.

II. Nécessité d'une réglementation

À défaut d'une réglementation appropriée régissant les relations entre les émetteurs, les intermédiaires et les propriétaires réels, il est à craindre que ces derniers soient privés de l'exercice de certains droits importants. À titre d'exemple, les intermédiaires enregistrés comme actionnaires peuvent ne pas informer adéquatement les propriétaires réels au sujet des affaires de la compagnie et ce, en manquant de leur transmettre les documents distribués par la corporation.

De là, les propriétaires réels pourront, à titre d'exemple, être privés d'informations importantes lors d'une offre de prise de contrôle ou encore être dans l'impossibilité d'acheminer leurs instructions en vue du vote aux assemblées d'actionnaires. Ce problème a d'ailleurs bien été mis en

¹⁵ Harley, *loc. cit.*, note 10, à la p. 315.

¹⁶ Report of the Advisory Committee on Shareholder Communications, June 1982, reproduit dans (1982 Transfer Binder) CCH, Fed. Sec. L. Rep., para. 83, 224, p. 85, 154.

¹⁷ *Ibid.*

¹⁸ The Depository Trust Company, Annual Report 1982, p. 8.

lumière dans l'arrêt *Re Canadian Hidrogas Resources Ltd.*¹⁹ Dans cette affaire, la Cour suprême de la Colombie-Britannique a refusé d'approuver un projet de conversion d'actions pour le motif que l'arrangement prévu créerait une injustice envers un nombre important d'actionnaires dont les actions étaient détenues en "street name" par des courtiers. Plus particulièrement, la Cour a fait remarquer qu'en raison de ce type d'enregistrement, les propriétaires réels n'avaient sans doute pas reçu l'avis d'assemblée convoquée pour l'approbation de ce projet et qu'en conséquence ceux-ci n'étaient pas informés du préjudice pouvant résulter de l'approbation de l'arrangement proposé.

Cette absence de communication avec un nombre élevé d'actionnaires non-inscrits peut également poser des difficultés sérieuses pour la compagnie lors de la prise de décisions importantes. Ainsi, dans le cas où les intermédiaires ne requièrent pas les instructions des propriétaires réels et que ces mêmes intermédiaires s'abstiennent de voter en l'absence de ces instructions, une compagnie pourra éprouver des difficultés à obtenir la majorité des voix requises par la loi pour l'approbation de ses propositions lors des assemblées. Et même si la compagnie obtient la majorité requise, le vote ne reflètera probablement pas l'opinion de plusieurs actionnaires qui n'auront pas eu l'avantage d'être consultés.

Outre la direction d'une compagnie, certaines personnes, tels l'offrant lors d'une offre de prise de contrôle ou les dissidents dans le cas d'une campagne de sollicitation de procurations, peuvent également avoir intérêt à communiquer directement avec les propriétaires réels. En effet, dans des cas semblables, il est possible que les intermédiaires financiers tentent d'influencer leurs clients dans leur prise de décision, en ne leur présentant qu'un côté de la médaille. Or, dans le but de permettre aux propriétaires réels de prendre des décisions éclairées, il serait important que ces derniers soient suffisamment bien informés des enjeux.

Enfin, en l'absence d'une réglementation appropriée, il est à craindre que les intermédiaires décident d'exercer certains droits accordés aux actionnaires, sans obtenir au préalable les instructions des propriétaires réels. Ainsi, selon le nombre d'actions détenues, la direction d'une compagnie peut, en faisant simplement appel à quelques intermédiaires importants, se rendre littéralement maître du vote des actionnaires sans que ces intermédiaires puissent prétendre à aucun droit de propriété sur les actions. C'est d'ailleurs cette situation que redoutaient les membres du Comité Kimber chargé de réviser la législation ontarienne en matière de valeurs mobilières.²⁰ Ce comité exprimait ainsi son inquiétude en citant avec approbation un commentaire provenant de la Bourse de Toronto.²¹

¹⁹ (1980), 8 B.L.R. 104 (B.C.S.C.).

²⁰ *Op. cit.*, para. 6.28.

²¹ *Ibid.*

Management may retain effective control of a company through ownership of a relatively small number of shares by obtaining proxies from nominees or "street name" without the knowledge of the beneficial owners, or without being accountable to them.

Toutefois, tous ne sont pas d'avis qu'il faille faire des efforts pour assurer la communication entre compagnies et propriétaires réels. Certains prétendent que ces propriétaires, comme la plupart des actionnaires, ne sont nullement intéressés à participer aux affaires de la compagnie.²² Selon l'argument soumis, les "actionnaires moyens", en raison de leur investissement relativement minime dans les grandes compagnies publiques, ne peuvent exercer aucune influence importante dans la prise de décisions et, en conséquence, leur intérêt se borne simplement à surveiller le rendement de leur investissement. De là, si leurs espérances ne sont pas satisfaites, d'aucuns soumettent que ces "actionnaires moyens" préfèrent vendre leurs actions plutôt que d'exprimer leur mécontentement à la direction de la compagnie.²³

Bien que cette prétention puisse s'avérer exacte pour certains actionnaires (dont la proportion resterait à déterminer), il serait dangereux d'accepter d'emblée les prémisses de cet argument. En effet, certaines études ont servi récemment à remettre en question l'image de "l'actionnaire moyen" fondée sur le dispersement et l'apathie des actionnaires.²⁴ Ces travaux démontrent en fait qu'il existe un degré très important de concentration de la propriété des actions entre les mains d'institutions financières et de riches investisseurs.²⁵ En raison de l'importance de leur investissement, il est permis de penser que ces actionnaires manifesteront un intérêt marqué au processus de prise de décisions.²⁶

De plus, tout en admettant qu'un nombre important de "petits" investisseurs puissent ne pas être intéressés à participer aux affaires de la compagnie, il est important de mentionner que l'adoption d'une régle-

²² Au sujet du rôle passif des actionnaires, voir, e.g., A. Chayes, *The Modern Corporation and the Rule of Law*, dans E.S. Mason (éd.), *The Corporation in Modern Society* (1959), pp. 25-45, particulièrement pp. 40, 41.

²³ Voir A.A. Berle, G.C. Means, *The Modern Corporation and Private Property* (1ère éd., 1932), pp. 66, 67.

²⁴ Voir par exemple M.A. Eisenberg, *The Structure of the Corporations: A Legal Analysis* (1976), pp. 37-68; W. Clement, *The Canadian Corporate Elite, An Analysis of Economic Power* (1975), pp. 18-21; au sujet de la détention des actions par les institutions financières, voir J.P. Williamson, *Les institutions financières canadiennes*, dans les *Recommandations pour une loi fédérale sur les valeurs mobilières*, *op. cit.*, note 10, vol. 3, pp. 821-1069, pp. 1059 et ss.; Statistics Canada, *Trusteed Pension Plans*, *Financial Statistics* 1982, (1984), pp. x, xvi; E. Evans, *Pensions Funds Make Corporate Waves*, *Financial Post* (Toronto), 25 juin, 1983, p. 9.

²⁵ *Ibid.*

²⁶ A ce sujet, le professeur Eisenberg porte une attention particulière au rôle des institutions financières en tant qu'actionnaires, *op. cit.*, note 24, pp. 56-63.

mentation appropriée en ce domaine peut néanmoins servir à influencer de façon positive le comportement des corporations.²⁷ À titre d'exemple, on peut soutenir que le simple fait d'imposer aux compagnies l'obligation de rendre compte aux actionnaires de leurs politiques et de leurs opérations est suffisant pour dissuader les dirigeants d'agir de façon préjudiciable à l'égard des actionnaires. Ainsi, même en l'absence d'une participation effective de la part de plusieurs actionnaires, le besoin de cette réglementation trouverait néanmoins sa justification par l'effet préventif qui en résulterait.

De là, si nous acceptons le principe selon lequel la compagnie doit rendre compte de ses actes à ses actionnaires, c'est-à-dire à ceux ayant contribué à son capital social, il semble dès lors que l'on devrait reconnaître le besoin d'assurer l'information adéquate des propriétaires réels d'actions et leur participation aux affaires de la compagnie sauf, cependant, dans le cas où ceux-ci auraient expressément délégué l'exercice de leurs droits aux intermédiaires financiers.

III. *Situation du propriétaire réel d'actions envers la compagnie*

En ce qui concerne la compagnie, la qualité d'actionnaire n'est pas nécessairement fonction de la propriété d'actions. En effet, bien que le terme "actionnaire" ne soit pas défini comme tel dans la législation provinciale et fédérale relative aux compagnies, certaines dispositions législatives permettent aux corporations d'utiliser l'enregistrement des actions comme seul critère pour la détermination du statut d'actionnaire. Ainsi, en ce qui concerne la compagnie, le propriétaire réel, dont les actions sont inscrites au nom d'une autre personne, ne sera pas considéré comme "actionnaire" pour l'exercice de certains droits. Cette partie aura donc pour but d'examiner les droits du propriétaire réel par rapport à compagnie et, plus particulièrement sous les aspects suivants, soit le droit à la participation aux bénéfices, l'exercice du droit de vote et enfin l'exercice des droits et recours civils des actionnaires minoritaires.

A. *Droit à l'information et à la participation aux bénéfices*

En l'absence d'un système efficace, permettant à la compagnie d'identifier les propriétaires réels de ses actions, il va de soi qu'une compagnie, actuellement, pourrait difficilement être tenue d'aller au-delà de ses registres afin de déterminer les personnes habiles à recevoir l'information et les bénéfices destinés aux actionnaires. C'est d'ailleurs la raison pour laquelle la Loi sur les sociétés commerciales canadiennes²⁸ prévoit à l'article 47 que la "société peut . . . considérer le propriétaire

²⁷ Voir R.B. Stevenson Jr., *Corporations and Information, Secrecy, Access and Disclosure* (1980), pp. 89-94; E.J. Weiss, D.E. Schwartz, *Using Disclosure to Activate the Board of Directors* (1977), 41 *Law and Contemp. Prob.*, (No. 3), 63.

²⁸ *Supra*, note 1.

inscrit d'une valeur mobilière comme la seule personne ayant qualité pour recevoir des avis, des intérêts, des dividendes ou autres paiements". Dans ce contexte, la loi fédérale prévoit également qu'une date ultime d'inscription, appelée date de référence, pourra être fixée par les administrateurs et que, à défaut, celle-ci sera déterminée par la loi.²⁹ L'article 47 de la Loi fédérale prévoit cependant certaines exceptions permettant à un détenteur non-inscrit d'exercer les droits rattachés à la qualité d'actionnaire mais celles-ci ne s'appliquent que dans les cas de succession, d'incapacité, de faillite ou de liquidation et de transmission d'actions par l'effet de la loi. Donc, mises à part ces exceptions, le statut d'actionnaire, pour ce qui est de la compagnie, dépend d'une inscription dans les registres.

Bien que moins spécifique à cet égard, la législation québécoise suggère l'application de la même règle. Dans une disposition s'appliquant autant à la partie I qu'à la partie IA, la Loi sur les compagnies³⁰ prévoit que, en ce qui concerne la compagnie, l'opposabilité des transferts d'actions est lié à l'inscription de ces transferts dans les registres. Ainsi, les actionnaires devant recevoir les avis d'assemblées, les paiements de dividendes ou autres bénéfices seront ceux inscrits dans les registres. De son côté, la nouvelle Loi sur les valeurs mobilières³¹ prévoit également l'envoi de différents documents aux investisseurs, c'est-à-dire aux "porteurs de titres" de l'émetteur. Parmi ces documents, nous retrouvons les formulaires de procuration et les circulaires d'information distribués en vue des assemblées, les documents d'information périodiques et les documents requis lors d'une offre de prise de contrôle.³² Or, dans tous ces cas, même si les termes "porteurs de titres" ne sont pas définis, la loi présume que cette information sera acheminée aux personnes inscrites dans les registres de la compagnie puisqu'elle impose aux courtiers détenant des actions immatriculées à leur nom l'obligation de distribuer ces documents aux propriétaires réels de ces actions.³³

Dans les relations entre compagnies et actionnaires, cette possibilité d'utiliser les registres de la corporation pour fin d'identification des actionnaires se justifie non seulement par le désir de simplifier un tel processus d'identification mais également par le besoin de limiter la responsabilité de la compagnie. S'il en était autrement, une corporation pourrait, après avoir traité avec une personne apparaissant comme actionnaire dans ses registres, être tenue responsable envers le propriétaire réel des actions.³⁴

²⁹ *Ibid.*, art. 128(1).

³⁰ *Supra*, note 1, art 71; voir, Pépin, *op. cit.*, note 6.

³¹ *Supra*, note 2.

³² *Ibid.*, arts. 81, 82, 77, 78, 117, 118, 121.

³³ *Ibid.*, art. 165.

³⁴ Voir, *infra*, texte accompagnant la note 67.

B. *Droit de vote*

Tout comme pour le droit à l'information et à la participation aux bénéfiques, la loi fédérale permet de reconnaître les détenteurs inscrits comme les seules personnes habiles à voter et, pour fin d'identification de ces personnes, elle prévoit la détermination volontaire ou présumée d'une date de référence.³⁵ Pour sa part, la loi québécoise des compagnies ne reproduit pas de telles dispositions mais l'article 71 de cette loi traitant de l'opposabilité des transferts d'actions envers la compagnie nous permettrait d'appliquer le même principe.

Seuls, donc, les intermédiaires financiers et les agences de compensation inscrits comme actionnaires pourraient exercer le droit de vote aux assemblées d'actionnaires. Cependant, comme nous le verrons dans la quatrième partie de cette étude, certains intermédiaires ne sont pas habiles à exercer ces droits à moins qu'ils n'obtiennent au préalable les instructions des propriétaires réels.³⁶ Or, qu'advient-il si les détenteurs inscrits ne requièrent pas ces instructions ou pis encore décident de voter contrairement aux instructions reçues des propriétaires réels? La première question ici est de déterminer si le président d'assemblée pourrait, de sa propre initiative ou à la demande d'un propriétaire réel, être tenu de vérifier l'autorité des intermédiaires exerçant le droit de vote pour le compte d'une autre personne.

En réponse à cette question, la législation et la jurisprudence canadienne adoptent une approche que l'on pourrait qualifier de "formelle" en ce sens que l'on confère aux livres de la compagnie une force probante quasi-absolue dans le but de déterminer les personnes habiles à voter. La Loi sur les sociétés commerciales canadiennes³⁷ prévoit, en effet, que la société n'est pas tenue de vérifier si les détenteurs inscrits ont des obligations envers des tiers ni de rechercher si ces obligations ont été remplies. En vertu de cette disposition, le président d'assemblée aurait donc le droit de ne pas vérifier, de son propre chef, si les intermédiaires financiers exercent leur droit de vote conformément aux instructions des propriétaires non-inscrits.

Les tribunaux ont même reconnu ce principe en l'absence d'une disposition législative semblable. Dans l'arrêt *Murphy v. Lindzon*,³⁸ il s'agissait de savoir si le président d'assemblée pouvait, de sa propre initiative, exiger que les courtiers, en tant que détenteurs inscrits, fournissent la preuve qu'ils avaient rempli leurs obligations envers les proprié-

³⁵ Loi sur les sociétés commerciales canadiennes, *supra*, note 1, arts. 47, 128(2), (3), 129, 132.

³⁶ Voir, *infra*, texte accompagnant les notes 117-120.

³⁷ *Supra*, note 1, art. 47(2).

³⁸ (1969), 3 D.L.R. (3d) 423, [1969] 1 O.R. 631, (Ont. H.C.), infirmé en appel, (1969), 6 D.L.R. (3d) 492, [1969] 2 O.R. 704 (Ont. C.A.).

res réels, comme prévu par la loi ontarienne sur les valeurs mobilières. S'appuyant sur le précédent anglais établi dans *Pender v. Lushington*,³⁹ le tribunal ontarien a considéré que la compagnie n'avait de devoir qu'envers ses détenteurs inscrits et que le président d'assemblée n'avait pas le droit de remettre en question l'autorité de ces détenteurs enregistrés. S'il en était autrement, a-t-on expliqué, une telle vérification constituerait un fardeau trop lourd pour la compagnie.⁴⁰ Il faut noter, cependant, que cette décision a été infirmée par la suite par la Cour d'appel mais sans que celle-ci se prononce sur cette question.

Il est vrai que si la compagnie était tenue de vérifier de façon systématique l'autorité de tous les intermédiaires votant pour le compte de leurs clients, ce processus pourrait ralentir indûment la tenue des assemblées d'actionnaires. Cependant, il y a lieu de se demander si la reconnaissance de l'inscription dans les registres comme preuve de la qualité d'actionnaire va jusqu'à nier la possibilité pour un propriétaire réel de contester l'autorité de son prête-nom à l'occasion d'une assemblée. Cette situation différerait ainsi de celle décrite précédemment en ce que la vérification du titre de propriété ne se ferait qu'à la demande du propriétaire réel et exigerait donc un travail de vérification beaucoup plus restreint.

À ce propos, la loi fédérale nous donne quelques indications. À l'article 129, elle stipule qu'il n'est pas nécessaire d'envoyer l'avis d'assemblée aux actionnaires non inscrits sur les registres à la date de référence fixée par les administrateurs ou présumée par la loi mais que le défaut d'avis ne prive pas l'actionnaire de son droit de vote. À la lumière de cette disposition, il semblerait donc que la loi permette ainsi à l'actionnaire non-inscrit d'exercer son droit de vote. Cependant, l'article 132 vient limiter la portée de cette disposition en prévoyant que les personnes non-inscrites à la date de référence mentionnée ci-dessus seront habiles à exercer les droits de vote quand elles ont acquis les actions postérieurement à la date de référence et qu'elles prouvent leur titre dans un certain délai avant l'assemblée en vue d'obtenir leur inscription.⁴¹ Ainsi, les propriétaires réels ne réussissant pas à obtenir leur inscription dans le délai prescrit ne seraient pas habiles à voter.

De leur côté, les tribunaux ont déjà été appelés, en l'absence de dispositions semblables aux articles 129 et 132 de la loi fédérale, à considérer la possibilité pour un propriétaire réel de contester l'autorité du détenteur inscrit exerçant le droit de vote pour le compte de ce proprié-

³⁹ (1877), 6 Ch. D. 70 (Ch. D.).

⁴⁰ *Supra*, note 38, aux pp. 425 (D.L.R.), 633 (O.R.), (Ont. H.C.).

⁴¹ À la lecture de l'art. 132, on s'aperçoit que l'exception, qui y est prévue, vise uniquement les cas où l'acquisition des actions est postérieure à la date de référence; cette limite a donc pour effet d'empêcher une personne acquérant des actions avant la date de référence de tirer avantage de cette disposition.

taire. Cependant, les opinions exprimées à ce sujet sont parfois contradictoires. Ainsi, dans l'arrêt *Elliot v. Hatzic Prairie Ltd.*,⁴² le tribunal a émis une injonction interlocutoire afin d'empêcher une compagnie de donner suite à une résolution adoptée lors d'une assemblée d'actionnaires, pour le motif que certaines personnes détenant des actions à titre de mandataires ("trust shares") avaient voté contrairement aux instructions de leur mandant. De même, la Cour d'appel de l'Ontario, dans *Cameron v. Blair Holdings Corp.*,⁴³ a ordonné à une compagnie de ne pas accepter le vote d'un actionnaire dont le droit aux actions avait été obtenu par fraude. Dans ces deux cas, il semble donc que les tribunaux aient refusé d'accorder une force probante absolue aux registres de la compagnie.

Cette question a également été soulevée dans deux décisions plus directement reliées au problème qui nous concerne. Ainsi dans l'arrêt *Murphy v. Lindzon*,⁴⁴ le tribunal de première instance a précisé en *obiter* que sa décision n'avait pas pour effet d'empêcher un propriétaire réel d'actions d'assister à l'assemblée et de faire valoir ses droits si le courtier, en tant que détenteur inscrit, n'agissait pas conformément à ses instructions.⁴⁵ De même, la Cour suprême de la Nouvelle-Écosse, dans l'arrêt *Re United Canso Oil & Gas Ltd.*,⁴⁶ a exprimé l'opinion qu'elle aurait pu nommer un arbitre afin de vérifier les résultats d'une élection d'administrateurs si le requérant avait apporté la preuve qu'une personne votant par procuration avait agi contrairement aux instructions reçues des clients des courtiers.

Malheureusement, cette approche qui reconnaît les droits des propriétaires réels par rapport à la compagnie n'a pas été partagée par la Haute cour de l'Ontario dans la décision de *Re Marshall and Marshall Boston Iron Mines Ltd.*⁴⁷ Dans cet arrêt, le requérant demandait l'émission d'une ordonnance enjoignant le président d'assemblée d'entériner les votes non pas tels qu'exprimés par le détenteur enregistré mais plutôt conformément aux instructions données par le propriétaire réel. En réponse à cette demande, la Cour a exprimé l'opinion suivante:⁴⁸

The Company has no right whatsoever to enter into disputes between the beneficial owners as to the manner in which escrowed shares or shares held in trust should be voted. To do so would require the chairman to go behind the share register and to enter into legal questions of beneficial ownership, and in this case, the question of the propriety of a trustee of a private trust acting separately from his co-trustee. Such issues generally speaking are matters that a chairman would neither have the training nor the time to consider at a general meeting.

⁴² (1912), 6 D.L.R. 9, 21 W.L.R. 897 (B.C.S.C.).

⁴³ [1955] O.W.N. 61 (Ont. C.A.).

⁴⁴ *Supra* note 38.

⁴⁵ *Ibid.*, aux pp. 425-426 (D.L.R.), 631-632 (O.R.) (Ont. H.C.).

⁴⁶ (1980), 41 N.S.R. (2d) 282, aux pp. 290, 291 (N.S.S.C.).

⁴⁷ (1982), 129 D.L.R. (3d) 378 (Ont. H.C.).

⁴⁸ *Ibid.*, à la p. 382.

Ainsi, en s'appuyant sur le principe selon lequel le président d'assemblée n'est lié que par les inscriptions aux registres de la compagnie, la Cour a refusé d'émettre l'ordonnance demandée. À ce propos, nous croyons que le tribunal a donné ici une portée trop étendue au principe reconnaissant la force probante des registres de la compagnie. En effet, d'une part, on peut très bien admettre qu'une compagnie n'ait ni le temps ni les ressources nécessaires pour régler les contestations mettant en cause le droit de propriété des actions mais, d'autre part, on comprend difficilement que les tribunaux déclinent l'occasion de déterminer ces questions afin de guider la compagnie dans ces contestations.

À titre de comparaison, les tribunaux américains adoptent à cet égard une position qui semble bien concilier les impératifs d'efficacité auxquels la compagnie doit répondre et la nécessité de reconnaître un droit de regard sur les affaires de la corporation aux personnes ayant un intérêt réel dans l'entreprise. Ainsi, dans *In re Canal Construction Co.*,⁴⁹ arrêt cité avec approbation à plusieurs reprises,⁵⁰ on a considéré que les tribunaux, contrairement aux officiers d'une compagnie chargés de compter les voix lors d'une assemblée, n'étaient pas liés par les inscriptions aux registres et pouvaient en conséquence examiner toute preuve leur permettant de déterminer l'existence du droit de propriété et des droits incidents.

Cette décision est d'autant plus pertinente pour les fins de notre étude que les dispositions législatives qui y étaient examinées, soit celles de la loi des compagnies de l'état du Delaware, étaient similaires à celles que nous retrouvons maintenant dans la Loi sur les sociétés commerciales canadiennes.⁵¹ D'une part, la loi du Delaware établissait que, lors d'une élection d'administrateurs, les registres d'actionnaires constituaient la seule preuve permettant de déterminer les personnes habiles à voter. D'autre part, cette loi prévoyait un recours judiciaire permettant de faire réviser toutes procédures d'élections et, à cette fin, conférait au "Chancellor" le pouvoir de déterminer les droits des personnes prétendant à un droit de propriété et à un droit de vote.⁵²

De même, comme nous l'avons mentionné précédemment, la loi fédérale canadienne permet également à la compagnie de considérer les registres comme preuve déterminant les personnes habiles à voter.⁵³ Mais, tout comme la loi du Delaware, la loi fédérale prévoit, à l'article 139,

⁴⁹ 182 A. 545 (Ct. Ch. Del., 1936).

⁵⁰ Voir, e.g., *In re Giant Portland Cement Co.*, 21 A. 2d 697, à la p. 702 (Ct. Ch. Del., 1941); *Gellis v. S. Gellis & Co.*, 322 A. 2d 287, à la p. 290 (Ct. Ch. Del., 1974); *Kerkorian v. Western Air Lines*, 253 A. 2d 221 (Ct. Ch. Del., 1969).

⁵¹ *Supra*, note 1.

⁵² *In re Canal Construction Co.*, *supra*, note 49, aux pp. 547, 548.

⁵³ Voir, *supra*, le texte accompagnant la note 35.

l'exercice d'un recours judiciaire afin "de trancher tout différend relatif à l'élection d'un administrateur ou à la nomination d'un vérificateur". À cette fin, l'article 139 stipule que le tribunal peut, par ordonnance, prendre toute mesure qu'il estime pertinente et notamment "... préciser les droits de vote des actionnaires et des personnes prétendant être propriétaires d'actions". Il semble donc, qu'en vertu de cette disposition, le tribunal ne soit pas lié par les registres de la compagnie. En effet, quelle serait l'utilité d'une telle disposition si le tribunal devait être ainsi lié? À notre avis, cette interprétation permettrait de reconnaître, d'une part, que le président d'élections peut ne pas être en mesure de déterminer ces questions parce qu'il n'exerce pas de fonction judiciaire mais, d'autre part, que les tribunaux peuvent suppléer à cette carence en raison du recours prévu dans cette disposition de la loi fédérale.

On ne peut cependant que regretter la portée limitée d'un tel recours qui est offert uniquement dans le cas de l'élection des administrateurs et des vérificateurs. Enfin il est important de noter que l'article 139 n'a pas son équivalent dans la loi québécoise. Néanmoins l'absence de cette disposition n'empêcherait pas pour autant les tribunaux d'exercer leurs pouvoirs de contrôle en ce domaine.

C. Droits et recours des actionnaires minoritaires

Dans cette analyse de la situation du propriétaire réel par rapport à la compagnie, il est important de se demander en dernier lieu si les droits et les recours visant à protéger les actionnaires minoritaires sont donnés aux propriétaires dont les actions sont inscrites au nom des intermédiaires financiers ou des agences de compensation.

À cet égard, nous allons examiner premièrement une disposition de la Loi sur les sociétés commerciales canadiennes⁵⁴ prévoyant la soumission de propositions par les actionnaires. L'article 131 de la loi fédérale prévoit, en effet, que tout "actionnaire habile à voter" peut à certaines conditions, soumettre une proposition en vue d'une assemblée d'actionnaires. L'avantage d'une telle disposition réside dans le fait que la compagnie est tenue de faire circuler cette proposition en incluant le texte de celle-ci dans la circulaire d'information qu'elle doit distribuer aux actionnaires avant l'assemblée.

Récemment, un actionnaire a tenté d'utiliser ce mécanisme mais, malheureusement, ce droit lui a été refusé par un tribunal ontarien qui, de nouveau, s'est cru lié par les registres de la compagnie. Ainsi, en s'appuyant sur les articles 47 et 132 de la loi fédérale, la Cour suprême de l'Ontario, dans l'arrêt *Greenpeace Foundation of Canada and Inco Ltd.*,⁵⁵

⁵⁴ *Supra*, note 1.

⁵⁵ Ont. S.C., 20 février 1984 (Montgomery J.); la permission d'interjeter appel auprès de la Cour d'appel a été refusée pour le motif basé sur la qualité d'actionnaire; C.A. Ont., le 21 mars 1984.

a considéré que le propriétaire réel des actions ne pouvait pas soumettre une proposition conformément à l'article 131 parce qu'il n'était pas inscrit comme actionnaire à la date de référence fixée en vue de l'assemblée. Encore une fois, il est regrettable que le tribunal n'ait pas profité ici de l'occasion pour faire une distinction entre, d'une part, les fonctions exercées par une compagnie et ses représentants et, d'autre part, la fonction judiciaire exercée par les tribunaux.⁵⁶

Parmi les droits accordés aux actionnaires minoritaires, nous retrouvons également, dans la Loi sur les sociétés commerciales canadiennes,⁵⁷ une disposition prévoyant l'exercice du droit de dissidence, c'est-à-dire le droit pour un actionnaire de refuser d'approuver un changement important proposé par la compagnie et se faire rembourser la juste valeur de ses actions. En vertu de l'article 184 de la loi fédérale, les personnes pouvant exercer un tel droit sont désignées comme "détenteurs d'actions", "actionnaires" ou encore comme "actionnaires dissidents".⁵⁸ Or, les tribunaux ont déjà été appelés à décider si ces expressions incluaient les propriétaires non-inscrits aux registres de la compagnie. Plus particulièrement dans l'arrêt *Manitoba Securities Commission v. Versatile Cornat Corp.*,⁵⁹ il s'agissait de savoir si l'avis de demande de paiement envoyé par une personne dont les actions étaient inscrites au nom d'un courtier, était valide au sens du paragraphe 7 de l'article 184. Comme dans l'arrêt *Re Marshall*,⁶⁰ que nous avons étudié plus haut, la Cour a également adopté l'approche formelle, selon laquelle la qualité d'actionnaire dépend d'une inscription dans les registres de la compagnie. Encore une fois, le motif invoqué faisait ressortir la nécessité de ne pas allourdir le processus d'identification des actionnaires.

Une attitude moins rigoureuse à l'égard des propriétaires non-inscrits a cependant été adoptée dans l'arrêt *Re Roytor & Co and Skye Resources Ltd.*,⁶¹ où un tribunal ontarien a considéré que les registres d'une compagnie n'étaient pas limités uniquement aux registres d'actionnaires. Les livres de la compagnie comprenaient également une lettre qu'un détenteur inscrit avait envoyée à la compagnie avisant celle-ci qu'il détenait les actions pour une autre personne et demandait à ce que la correspondance soit acheminée désormais à l'adresse de ce propriétaire d'actions. De là,

⁵⁶ Voir les commentaires faits à ce sujet précédemment, *supra*, texte accompagnant les notes 47-53.

⁵⁷ *Supra*, note 1, art. 184; au sujet de l'exercice du droit de dissidence, voir R. Théberge, *Le droit de dissidence en vertu de l'article 184 de la Loi sur les sociétés commerciales canadiennes: soupape ou pis-aller?*, dans Sarna, *op. cit.*, note 6, aux pp. 85-104.

⁵⁸ A propos du titulaire du droit de dissidence, voir Théberge, *ibid.*, pp. 94-97.

⁵⁹ [1979] 2 W.W.R. 714, (1979), 7 B.L.R. 38 (Man. Q.B.).

⁶⁰ *Supra*, note 47.

⁶¹ (1982), 137 D.L.R. (3d) 139, 38 O.R. (2d) 253 (Ont. H.C.).

la Cour conclut que le délai prévu à l'article 184(7) de la loi fédérale pour la demande de paiement par un actionnaire dissident devait être calculé à compter de la réception de l'avis de la compagnie par le propriétaire réel et non pas par le détenteur inscrit.

À la lumière de ces deux arrêts traitant de l'exercice du droit de dissidence, il semble donc que la compagnie ne soit tenue de reconnaître comme actionnaire que les détenteurs inscrits, sauf si elle est dûment avisée de l'existence du propriétaire réel.

Outre le droit de dissidence, la loi fédérale prévoit aussi différents recours civils visant à protéger les intérêts de la compagnie et des actionnaires minoritaires. Ces recours qui sont définis dans la neuvième partie de la loi incluent notamment l'action dérivée et l'action en cas d'oppression de la minorité.⁶² Or, pour l'exercice de ces recours, la loi stipule expressément dans une disposition introductive à cette partie que le terme "plaignant", dans une action intentée en vertu de la loi, désigne "le détenteur inscrit ou le véritable propriétaire, ancien ou actuel, de valeurs mobilières d'une société. . .".⁶³ Cette disposition permet ainsi d'éviter le problème relatif à la qualité d'actionnaire.

Au Québec, il n'existe aucune disposition dans la Loi sur les compagnies prévoyant l'exercice des recours qui sont prévus dans la loi fédérale. Les actionnaires minoritaires ne sont pas pour autant dépourvus à cet égard, car ils peuvent faire appel à l'exercice du pouvoir de surveillance et de contrôle de la Cour supérieure de même qu'aux recours extraordinaires prévus au Code de procédure civile.⁶⁴ Les tribunaux ont d'ailleurs reconnu, à maintes reprises, l'application de ces recours dans le contexte de notre droit des compagnies. Ce faisant, ils n'ont cependant pas spécifié les personnes pouvant exercer ces recours. À cet égard, il est permis de penser qu'en l'absence de limites expresses, les tribunaux appliqueraient la règle générale voulant que toute personne ayant un intérêt suffisant puisse former une demande en justice.⁶⁵ Si tel était le cas, il ne ferait pas de doute qu'un propriétaire réel d'actions, même s'il n'était pas inscrit dans les registres de la compagnie, pourrait justifier cet intérêt.

⁶² Voir la Loi sur les sociétés commerciales canadiennes, *supra*, note 1, art. 232.

⁶³ *Ibid.*, art. 231; même si la qualité d'actionnaire était requise, un tribunal ontarien a déjà rejeté une objection préliminaire à l'effet qu'un propriétaire non-inscrit n'avait pas qualité pour intenter l'action; la Cour a tout simplement permis l'amendement afin de joindre, comme partie à l'action, le détenteur inscrit qui, en l'espèce, était le courtier; voir, *Hands v. Stampede International Resources Ltd.*, CCH, Ont. Corp. L. Guide, para. 50-012.

⁶⁴ Voir Robert Demers, *Corporate Litigation in Quebec* (1978).

⁶⁵ C.P.C. art. 55; le professeur Demers, *ibid.*, p. 23, exprimait également cette opinion alors qu'il examinait la qualité requise pour intenter le recours prévu à l'article 33 C.P.C.

Enfin, comme recours ultime en cas d'abus ou d'impasse dans la compagnie, les législations fédérales et provinciales prévoient des dispositions permettant de demander la dissolution ou la liquidation de la corporation.⁶⁶ Plusieurs de ces dispositions exigent cependant la qualité d'actionnaire comme condition d'accès à ces recours. Dans l'arrêt *In re Great West Permanent Loan Co. and Winding-Up Act*,⁶⁷ on soumettait justement comme objection préliminaire, lors d'une demande en liquidation, que les requérants n'avaient pas qualité pour présenter cette demande parce qu'ils n'étaient pas inscrits dans les livres de la compagnie. En réponse à cette objection, la Cour a émis l'opinion que le terme "actionnaire" devait être défini en fonction de la propriété des actions et non pas en fonction des inscriptions aux registres de la compagnie. Dans cet arrêt, le tribunal a bien fait ressortir le but des dispositions permettant à la compagnie d'utiliser ses livres pour fins d'identification de ses actionnaires. Par le biais de ces dispositions, le tribunal a expliqué que la compagnie pouvait ainsi facilement traiter avec un grand nombre d'actionnaires sans encourir le risque d'être tenue responsable envers les propriétaires d'actions qui ne seraient pas inscrits. Mais, on précisait que ce type de dispositions n'avait pas pour but de définir la qualité d'actionnaire.⁶⁸

Grâce à cette étude sur la situation du propriétaire réel dans ses relations avec la compagnie, nous pouvons donc conclure, d'une part, que la compagnie a tout à fait le droit d'utiliser les registres pour déterminer les personnes habiles à exercer les droits rattachés à la qualité d'actionnaire. Les législateurs et les tribunaux ont d'ailleurs reconnu cette approche à plusieurs occasions. D'autre part, on comprend difficilement qu'un propriétaire réel manifestant le désir d'exercer ses droits ne puisse pas être reconnu comme actionnaire. Si la compagnie n'est pas tenue de reconnaître cette qualité parce qu'elle n'est pas en mesure de déterminer l'existence des droits de propriété, il faudrait admettre, à tout le moins, que les tribunaux, en raison de la fonction judiciaire qu'ils exercent, constituent le forum approprié pour la détermination des droits de propriété et de la qualité d'actionnaire s'y rattachant.

IV. Situation du propriétaire réel envers les intermédiaires

Même si la compagnie n'est pas tenue de considérer les détenteurs inscrits comme les seules personnes ayant qualité d'actionnaire, il ne s'ensuit pas nécessairement que les propriétaires réels soient de ce fait privés de

⁶⁶ Voir par exemple la Loi sur les liquidations, S.R.C. 1970, c. W-10; la Loi sur les sociétés commerciales canadiennes, *supra*, note 1, art. 204; la Loi sur la liquidation des compagnies, L.R.O. 1977, c. L-4, art. 24.

⁶⁷ [1927] 2 W.W.R. 15 (Man. K.B.); le terme "actionnaire" a été interprété de la même façon dans l'arrêt *Re Kootenay Valley Fruit Lands Co.* (1911), 18 W.L.R. 145 (Man. Chamb.).

⁶⁸ *In Re Great Western Permanent Loan Co. and Winding-Up Act*, *ibid.*, à la p. 16.

l'exercice de leurs droits d'actionnaires. En effet, dans leurs relations avec les intermédiaires financiers, les propriétaires réels peuvent se prévaloir des dispositions contractuelles ou statutaires leur permettant d'exercer ces droits. Cette partie aura donc pour but d'examiner les différentes obligations découlant de telles dispositions. Cependant, afin de mieux évaluer ces dispositions, il est important d'examiner, au préalable, certaines données empiriques faisant ressortir certains problèmes pouvant résulter de la présence des intermédiaires.

A. *Données empiriques*

Lors d'une enquête que nous avons effectuée auprès de certaines compagnies publiques et de certains intermédiaires financiers, nous avons tenté premièrement de déterminer si ces entreprises éprouvaient des difficultés dans leurs communications avec les véritables propriétaires d'actions.

(1) *Difficultés rencontrées par les compagnies émettrices*

Parmi les quarante-neuf compagnies émettrices, répondant à cette question, vingt-deux répondants (44.8%) ont indiqué qu'ils éprouvaient des difficultés à cet égard.⁶⁹ Appelés par la suite à décrire ces difficultés, les répondants ont fait les commentaires suivants:

- (a) Quatre entreprises ont fait remarquer que fréquemment les intermédiaires ne requièrent pas suffisamment à l'avance la documentation relative aux procurations pour en permettre la distribution en temps utile. De fait, deux entreprises rapportent avoir reçu des instructions provenant d'actionnaires non-inscrits après la tenue des assemblées. Une autre compagnie note que la lenteur du courrier fait obstacle à l'efficacité du processus.
- (b) Neuf des répondants se sont plaints qu'ils n'avaient aucun pouvoir dans le processus de distribution des documents de procuration. Tout d'abord, certains soulignent que du fait qu'ils ignorent le nombre de demandes qu'ils recevront pour fin de distribution des documents, ils sont incapables de déterminer à l'avance le nombre de copies requises. D'autres font remarquer qu'après la distribution aux intermédiaires des documents pertinents, il n'y a aucun moyen qui permette de vérifier s'ils ont été effectivement remis aux propriétaires réels. Les intermédiaires, précisent-ils, ne leur fournissent pas les noms de ces véritables propriétaires, lesquels leur permettraient de communiquer directement avec ces derniers.
- (c) Plusieurs répondants ont émis des critiques à l'endroit des intermédiaires financiers, qui, semble-t-il, n'accomplissent pas leurs

⁶⁹ Voir Crête, *supra*, note 8, p. 24.

devoirs. Voici certaines des commentaires que nous retrouvons à ce sujet:⁷⁰

There are always problems with street name and nominee name. Some do not want to send materials and others that do you are never really sure whether they do mail them or not . . . to all of their clients.

Each nominee appears to adhere to a different system of communicating with beneficial owners. Some nominees for certain types of owners will not even solicit proxy voting instructions. Timing and accuracy of voting are always problem areas when soliciting proxy directions from beneficial owners.

Trustees are sometimes tardy and uncooperative.

Most nominees do not request proxy materials from us for distribution to their clients beneficial owners.

(2) *Difficultés rencontrées par les intermédiaires financiers*

Dans l'enquête que nous avons effectuée auprès des intermédiaires financiers, un répondant sur un total de douze a mentionné qu'il éprouvait des difficultés dans ses communications avec les propriétaires réels. Ce répondant a précisé que parfois les compagnies ne fournissaient pas un nombre suffisant de copies à distribuer aux propriétaires. Du reste, il semble que l'absence de difficultés éprouvées par les autres répondants s'explique par le fait qu'ils distribuent les documents à leurs clients uniquement à la demande de ces derniers.

(3) *Pourcentage des intermédiaires demandant la documentation*

Des trente-neuf compagnies émettrices qui ont répondu à notre enquête, trente-deux répondants (82.1%) ont souligné que pas plus de quarante pour cent des intermédiaires détenant des actions à ce titre ont demandé des copies supplémentaires des documents relatifs aux procurations afin de les distribuer aux propriétaires réels pour la tenue de leur assemblée annuelle la plus récente. De même, pour la tenue de leur assemblée spéciale la plus récente, dix compagnies émettrices sur un total de quinze répondants, ont indiqué que pas plus de quarante pour cent des intermédiaires n'avaient demandé cette documentation.

Le nombre relativement peu élevé des intermédiaires qui demandent la documentation ressort également de l'enquête effectuée auprès des intermédiaires financiers. En effet, sur un total de quinze répondants, deux intermédiaires financiers seulement ont indiqué qu'en général, ils faisaient parvenir tous les documents aux propriétaires réels, alors que six répondants ont mentionné qu'ils envoyaient certains documents seulement et que six répondants ont indiqué qu'ils transmettaient les documents à leurs clients uniquement à la demande expresse de ces derniers.

⁷⁰ *Ibid.*, p. 25.

(4) *Solutions proposées par les répondants*

À la suite des questions précédentes, les compagnies émettrices considérant le processus de communications comme étant inadéquat étaient appelées à suggérer des moyens qui permettraient d'améliorer la situation. En réponse à cette question, plusieurs entreprises ont insisté sur la nécessité d'apporter des changements législatifs et de faire appel à l'intervention des bourses et des commissions de valeurs mobilières. Les solutions suggérées visaient principalement à mettre en place un mécanisme plus efficace pour la distribution de la documentation par le biais des intermédiaires, à permettre les communications directes entre compagnies et propriétaires réels et, enfin, à minimiser les frais de distribution. Pour leur part, certains intermédiaires financiers ont suggéré que les frais de distribution soient supportés par les compagnies émettrices.

À la lumière de cette enquête, il apparaît donc que le système de communications, tel que réglementé actuellement, présente des difficultés, principalement pour les compagnies émettrices désirant communiquer avec les propriétaires réels. Les commentaires qu'elles ont fournis à ce sujet pourront ainsi nous aider à mieux apprécier la législation actuelle et les réformes proposées.

B. *Obligations contractuelles des intermédiaires envers les propriétaires réels.*

Lorsqu'une personne fait appel aux services d'un intermédiaire financier pour l'achat et la vente de valeurs mobilières, il se forme entre les parties une relation entre mandant et mandataire. Le Code civil prévoit d'ailleurs que le "courtier" est tenu de se conformer aux règles du mandat.⁷¹

Il n'est pas certain, cependant, qu'un tel contrat de mandat subsiste lorsque les opérations d'achat ou de vente sont complétées et ce, même si l'intermédiaire financier détient toujours les actions pour le compte de son client. En effet, la Cour supérieure du Québec dans l'arrêt *Trow v. Savard*⁷² a considéré que le courtier cessait d'être le mandataire du client après avoir complété la transaction et après avoir reçu paiement pour les services rendus. De l'avis de la Cour, le courtier devenait alors dépositaire des actions. Pour appliquer les dispositions du Code civil relatives au contrat de dépôt, il faudrait cependant que les services soient rendus à titre gratuit.⁷³ Autrement, nous pourrions conclure à l'existence d'un contrat de mandat selon lequel le courtier, par le fait qu'il détient des actions pour le compte du client, agirait comme représentant de ce dernier

⁷¹ Art. 1737 C.c.

⁷² (1967), C.S. 154; cet arrêt a été cité dans Y. Renaud, J. Smith, *Droit québécois des corporations commerciales, Le financement* (1974), vol. 2, p. 573.

⁷³ Art. 1795, C.c.

envers la compagnie. Il en serait de même lorsque l'entente ne prévoit pas uniquement l'achat et la vente des actions. À titre d'exemple, lorsqu'une personne fait appel aux services d'une compagnie de fiducie pour la gestion de la totalité ou d'une partie de son patrimoine, il se forme entre les parties une relation entre mandant et mandataire qui subsiste même après l'acquisition de valeurs mobilières.

La qualification de la relation contractuelle existant entre les parties est donc importante puisqu'elle permet subsidiairement de déterminer les droits et obligations des intermédiaires financiers et de leurs clients. Ainsi, dans le cas où il s'agit d'un simple contrat de dépôt, les pouvoirs et obligations de l'intermédiaire seront très limités. À cet égard, l'article 1803 du Code civil stipule que: "(l)e dépositaire ne peut se servir de la chose déposée sans la permission de celui qui a fait le dépôt". Dans le contexte plus particulier qui nous préoccupe, soit l'exercice des droits des actionnaires, l'application d'une telle disposition empêcherait donc les intermédiaires financiers d'exercer les droits des propriétaires d'actions sans la permission de ces derniers. De plus, en vertu de l'article 1807 du Code civil, "le dépositaire est tenu de restituer tous les fruits qu'il a perçus de la chose déposée". De là, on pourrait conclure que l'intermédiaire financier est obligé de transmettre aux propriétaires d'actions tous les bénéfices distribués par la compagnie, tels les dividendes.

Nous croyons cependant que ces obligations résultant du contrat de dépôt ne sont pas suffisantes pour protéger adéquatement les droits des propriétaires réels. Il n'y a, entre autres, aucune disposition permettant d'exiger des intermédiaires qu'ils fournissent aux propriétaires réels les documents d'information distribués par la compagnie et qu'ils requièrent de ces derniers les instructions pour l'exercice du droit de vote à chaque assemblée, que ces intermédiaires désirent voter ou non. Comme nous le verrons sous peu, les législations relatives aux compagnies et aux valeurs mobilières permettent de combler partiellement ces lacunes.

Dans l'hypothèse maintenant où la relation entre l'intermédiaire et son client entrerait dans le cadre du mandat, les pouvoirs du mandataire pourraient être très étendus suivant les termes du mandat. À la lumière de l'enquête que nous avons effectuée auprès des intermédiaires financiers, nous avons pu constater que certaines ententes, soit celles signées par les compagnies de fiducie, confèrent à ces dernières des pouvoirs très étendus pour le placement des deniers et prévoient pour ce faire l'exercice de tous les pouvoirs découlant de la gestion du portefeuille. À ce titre, les compagnies de fiducie, en tant que détentrices des actions enregistrées à leur nom, auraient donc le droit de conserver tous les documents d'information distribués par la compagnie et d'exercer le droit de vote dans le meilleur intérêt de leurs clients, à moins qu'elles ne reçoivent des instructions contraires à cet effet.

Il ne devrait cependant pas en être de même lorsque l'entente conclue avec l'intermédiaire financier prévoit uniquement la garde de valeurs

mobilières par ce dernier. Dans ce cas, le mandat conféré à l'intermédiaire est très limité et ne s'étend aucunement à la gestion du patrimoine du client. Il serait donc souhaitable, dans ces circonstances, que les intermédiaires soient tenus d'acheminer tous les documents de la compagnie aux propriétaires réels et de requérir de ces derniers les instructions pour l'exercice du droit de vote.

À cette fin, il serait bon de se demander si de telles obligations peuvent se déduire des règles générales du mandat prévues au Code civil. À ce titre, certains peuvent prétendre qu'en vertu de l'article 1713 du Code civil, ces obligations devraient découler du devoir imposé aux mandataires de rendre compte de leur gestion. D'autres, au contraire, peuvent prétendre que la simple garde des valeurs par les intermédiaires ne constitue pas un travail de gestion donnant lieu à la reddition de compte visée dans le Code. En raison de l'incertitude pouvant résulter de l'interprétation de ces règles générales, il semble qu'il serait plus approprié de prévoir des dispositions spécifiques dans les lois relatives aux corporations et aux valeurs mobilières.

C. Obligations statutaires spécifiques

(1) Origine

La première réforme législative visant à prévenir les abus résultant de l'enregistrement au nom des intermédiaires financiers a été proposée par le Comité Kimber, dont le rapport a été publié dans les années soixante.⁷⁴ Le Comité proposait alors d'imposer aux intermédiaires, premièrement, l'obligation de transmettre les documents de sollicitation de procurations aux propriétaires réels et, deuxièmement, de demander des instructions ou d'envoyer un formulaire de procuration afin de permettre aux propriétaires d'actions de participer aux décisions de la compagnie.⁷⁵

Cependant, cette recommandation n'était pas suffisante pour assurer l'envoi de l'information aux propriétaires réels et de promouvoir la participation de ces derniers. Cette insuffisance était due premièrement à la portée limitée de la réglementation proposée, laquelle ne devait s'appliquer qu'aux "courtiers attitrés" soumis à la Loi sur les valeurs mobilières de l'Ontario.⁷⁶ De plus, les obligations imposées à ces intermédiaires étaient soumises à l'engagement de la personne sollicitant les procurations de rembourser les dépenses encourues pour effectuer cette sollicitation.⁷⁷ Sans cet engagement, les intermédiaires étaient affranchis de leurs obligations de distribuer les documents de sollicitation et de demander des instructions. Et, comme l'a fait remarquer Baillie dans son analyse du

⁷⁴ Voir, le rapport Kimber, *supra*, note 5, para. 6.28.

⁷⁵ *Ibid.*

⁷⁶ Voir The Securities Act, R.S.O. 1960, c. 363.

⁷⁷ Voir le rapport Kimber, *supra*, note 5, para. 6.28.

rapport Kimber, le défaut de la direction de fournir cet engagement aurait forcé les courtiers attirés de donner des procurations en vue du vote aux assemblées.⁷⁸ Ce qui amena cet auteur à conclure qu'un tel résultat "... goes a long way to dilute the effect of the recommended compulsory solicitations of proxies which the Committee also recommends".⁷⁹ Malheureusement, comme nous le verrons subséquemment, certaines lois, telles la Loi sur les valeurs mobilières du Québec et celle de l'Ontario, font toujours référence à cette obligation conditionnelle.⁸⁰

Enfin, selon la réglementation proposée dans le rapport Kimber, les intermédiaires étaient habilités à voter sur certains sujets en l'absence d'instructions provenant des propriétaires réels dans le cas où ces derniers ne donnaient pas ces instructions dans un délai déterminé.⁸¹ Cette disposition était donc difficilement conciliable avec l'objectif visant à promouvoir une participation réelle des actionnaires.

En dépit de ces lacunes, cette recommandation a, par la suite, servi de modèle pour l'adoption d'une disposition semblable dans la Loi sur les valeurs mobilières de 1966⁸² de l'Ontario et la Loi sur les corporations canadiennes.⁸³ Et qui plus est, la législation adoptée était même plus permissive que celle suggérée par le comité. En vertu de la nouvelle réglementation, les intermédiaires passifs, soit ceux qui n'exerçaient pas le droit de vote, étaient exempts de leurs obligations de transmettre les documents et de demander des instructions. De plus, alors que la recommandation du comité aurait permis aux intermédiaires de voter sur certains sujets spécifiés sans obtenir au préalable les instructions des propriétaires réels,⁸⁴ la nouvelle disposition permettait d'exercer ces droits de vote sur tous les sujets dans le cas où les propriétaires réels ne fournissaient pas leurs instructions dans le délai prescrit.⁸⁵

⁷⁸ Voir J.C. Baillie, *The Protection of the Investor in Ontario* (1965), 8 Can. Pub. Admin. 172-268, 325-432, particulièrement aux pp. 266-267.

⁷⁹ *Ibid.*, p. 267.

⁸⁰ Voir, *infra*, texte accompagnant les notes 117, 118.

⁸¹ La période était de quarante-huit heures précédant le moment où les procurations devaient être déposées à la compagnie, tel que spécifié dans l'avis d'assemblée et, à défaut de spécification, quarante-huit heures avant le moment fixé pour la tenue de l'assemblée; les intermédiaires ne pouvaient pas voter en l'absence des instructions des propriétaires réels dans les cas suivants: sujets contestés, fusions, arrangements, compromis ou tout autre sujet affectant les droits et privilèges des détenteurs d'actions.

⁸² S.O. 1966, c. 142, art. 79.

⁸³ S.R.C. c. C.-32, art. 106G; l'article a été introduit par la Loi modifiant la Loi sur les corporations canadiennes, S.C. 1969-70, c. 70, art. 9; actuellement, la Loi des compagnies de la Colombie-Britannique contient encore la même disposition; voir R.S.B.C. 1979, c. 59, art. 176.

⁸⁴ Voir, *supra*, note 81.

⁸⁵ Voir *The Securities Act*, *supra*, note 82, art. 79(1)(b); la Loi sur les corporations canadiennes, *supra*, note 83, art. 106 G(1)(b), introduit par l'art. 9, S.C. 1969-70, c. 70.

Par la suite, ces questions ont été soulevées de nouveau par les auteurs du rapport Dickerson, qui est à l'origine de la réforme importante introduite dans la législation canadienne relative aux compagnies.⁸⁶ Malheureusement, les auteurs de ce rapport n'ont pas profité de l'occasion pour proposer une législation plus appropriée quant au vote des intermédiaires mais ont tout simplement opté pour le statu quo et recommandé l'adoption d'une disposition qui reprenait, avec quelques modifications mineures, les termes de la règle de la loi fédérale existant alors.⁸⁷ Finalement, cette recommandation a trouvé son expression législative dans la nouvelle Loi sur les sociétés commerciales canadiennes,⁸⁸ à l'exception cependant d'un changement important selon lequel on prohibait, en toutes circonstances, le vote par les intermédiaires qui n'obtenaient pas au préalable les instructions des propriétaires réels.

Avant d'examiner plus en détails cette législation, il serait important d'examiner, à titre comparatif, les démarches entreprises aux États-Unis visant à améliorer le processus de communications entre les compagnies et leurs actionnaires. À cet égard, une première réforme a été introduite en 1974 dans la réglementation du Securities Exchange Act of 1934,⁸⁹ laquelle avait pour but d'imposer aux émetteurs l'obligation de s'enquérir du nombre de copies nécessaires pour fin de distribution des documents d'information aux propriétaires réels.⁹⁰ Les amendements apportés aux règles fédérales ont également eu pour effet d'obliger les émetteurs à fournir à leurs frais les copies de ces documents aux intermédiaires.

L'adoption d'une telle disposition représentait ainsi une étape importante dans l'évolution historique de cette législation car les seules obligations qui existaient auparavant à cet égard étaient celles prévues dans les règlements adoptés par les différentes bourses américaines.⁹¹ Or, tout comme la disposition proposée par le comité Kimber et reprise par la suite, dans la législation canadienne, ces règlements étaient insuffisants pour assurer la libre circulation de l'information aux propriétaires réels.

Suite à l'adoption de cette disposition en 1974, la commission fédérale des valeurs mobilières, soit la Securities and Exchange Commission, entreprit une étude importante en ce domaine, étude que l'on désigne

⁸⁶ Voir les propositions pour un nouveau droit des corporations commerciales canadiennes, *op. cit.*, note 5, para. 322.

⁸⁷ *Ibid.*, vol. II, art. 12.07.

⁸⁸ *Supra*, note 1, art. 147.

⁸⁹ 15 U.S.C. para 78a et ss.

⁹⁰ Voir SEC Rel. No. 34-11079, 31 oct. 1974, ('74-'75 Transfer Binder) CCH, Fed. Sec. L. Rep. para. 79, 996; ce règlement a été amendé par la suite; on le retrouve maintenant à l'art. 14a-3(d) du règlement du Securities Exchange Act of 1934.

⁹¹ Ces règlements d'ailleurs existent toujours, voir, CCH, New York Stock Exchange Guide, para. 2451, 2452, règlements 451, 452; CCH, American Stock Exchange Guide, para. 9526-9530, règlements 526-577.

communément sous le nom de la SEC Street Name Study.⁹² Elle a servi à colliger des données empiriques considérables qui font ressortir le rôle des émetteurs et des intermédiaires dans le processus de sollicitation des procurations et exposent les inquiétudes des actionnaires à l'égard du système d'enregistrement des actions au nom des intermédiaires. Ce projet a finalement abouti, en 1976, à la publication d'un rapport dans lequel la Commission concluait que, dans son ensemble, le mécanisme fonctionnait efficacement et qu'aucun changement majeur ne s'avérait alors nécessaire.⁹³ Cependant, le rapport a fait ressortir plusieurs problèmes, attribués principalement à des manquements de la part des intermédiaires et des émetteurs, tel le défaut des courtiers de répondre promptement à l'enquête des émetteurs relativement au nombre de copies nécessaires ou encore, le défaut des émetteurs de transmettre promptement aux intermédiaires les documents requis.⁹⁴ À la lumière de ces constatations, plusieurs recommandations furent soumises et adoptées ultérieurement dans la législation fédérale des valeurs mobilières.⁹⁵

De nouveau, entre 1977 et 1980, à l'occasion d'une étude portant sur la responsabilité des corporations, les membres de la Securities and Exchange Commission ont réexaminé certaines questions déjà soulevées dans le projet SEC Street Name Study.⁹⁶ Dans leur rapport publié en 1980, ils ont fait part de leurs inquiétudes face à l'utilisation du système d'enregistrement des actions au nom des intermédiaires. Plus particulièrement, ils craignaient qu'en raison de la présence de ces intermédiaires, les propriétaires réels ne puissent recevoir les documents d'assemblée en temps utile. Ce rapport a fait également ressortir les difficultés de communications résultant de la détention des actions par les agences de compensation.⁹⁷ Enfin on a constaté qu'un nombre important d'émetteurs étaient mécontents du mécanisme de communications avec les propriétaires réels et que ces compagnies exprimaient le désir de communiquer directement avec les propriétaires non-enregistrés.⁹⁸ À la lumière de ces données, les membres de la Securities and Exchange Commission ont donc suggéré

⁹² Final Report of the Securities and Exchange Commission on the Practice of Recording the Ownership of Securities in the Records of the Issuers in Other than the Name of the Beneficial Owner of Such Securities, le 3 déc. 1976, reproduit dans CCH, Fed. Sec. L. Rep., Pt. II, no. 672, 15 déc. 1976.

⁹³ *Ibid.*, pp. 5, 6, 61, 62.

⁹⁴ *Ibid.*, pp. 6, 42, 44, 45.

⁹⁵ Voir *infra*, le texte accompagnant les notes 134-147.

⁹⁶ Voir, U.S. Senate, Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, S.E.C., Staff Report on Corporate Accountability, a Re-examination of Rules Relating to Shareholder Communications, Shareholder Participation in the Corporate Electoral Process and Corporate Governance Generally, 96th Congress, 2d Session, Washington, U.S. Government Printing Office, 4 sept. 1980, pp. 327-378.

⁹⁷ *Ibid.*, pp. 337-344.

⁹⁸ *Ibid.*, pp. 362-365.

aux parties concernées de réviser leurs pratiques. De plus, après avoir soumis différentes propositions permettant une communication directe entre les compagnies et les propriétaires réels, les auteurs du rapport ont recommandé la création d'un comité consultatif afin de permettre un examen plus approfondi de ces questions.⁹⁹

Cette dernière recommandation a ainsi donné lieu à la nomination d'un comité connu sous le nom de "Advisory Committee on Shareholder Communications", dont le rapport a été publié en 1982.¹⁰⁰ Les recommandations contenues dans ce rapport ont finalement reçu un écho législatif en 1983, lors de l'adoption d'amendements importants de la réglementation fédérale applicable aux intermédiaires financiers.¹⁰¹

Comme le montrent ces différentes études entreprises par la Securities and Exchange Commission, on a fait des efforts constants aux États-Unis au cours de cette dernière décennie pour mieux connaître les problèmes existant en ce domaine et améliorer les communications entre les compagnies et leurs actionnaires non-inscrits. Ces enquêtes ont d'ailleurs eu une influence marquante sur la législation actuelle. À cet égard, il est important de noter qu'au Canada aucune étude semblable n'a été entreprise depuis les travaux du Comité Kimber et du Comité Dickerson, à l'exception cependant des recommandations faites récemment par les auteurs de l'Avant-projet d'une loi fédérale sur les valeurs mobilières, que nous examinerons plus loin.

(2) *Le champ d'application des dispositions statutaires*

Au Canada, tout comme aux États-Unis, certaines lois et certains règlements régissent de façon spécifique les relations entre les intermédiaires financiers et les propriétaires réels. Cependant, tous les intermédiaires ne sont pas nécessairement soumis à cette réglementation.

(a) *Portée de la réglementation canadienne*

Actuellement, la portée de la législation imposant des obligations aux intermédiaires est limitée aux courtiers. C'est le cas en effet de la Loi sur les sociétés commerciales canadiennes et des lois des valeurs mobilières du Québec et de l'Ontario dont les dispositions pertinentes ne s'appliquent qu'aux "courtiers", soit les personnes faisant le commerce des valeurs mobilières et devant, de ce fait, s'enregistrer en vertu de la loi.¹⁰² Les institutions financières, telles les banques et les compagnies de fiducie, peuvent également faire le commerce des valeurs mobilières et pourraient

⁹⁹ *Ibid.*, pp. 366-377.

¹⁰⁰ *Supra*, note 16.

¹⁰¹ Voir, *infra*, texte accompagnant la note 147.

¹⁰² Loi sur les sociétés commerciales canadiennes, *supra*, note 1, arts. 147, 141; Loi sur les valeurs mobilières, *supra*, note 1, arts. 164, 165, 5 (définition du terme "courtier en valeurs"); The Securities Act, R.S.O. 1980, c. 466, art. 48, 1(1)36.

donc être tenues de s'enregistrer en vertu de ces législations mais les lois des valeurs mobilières du Québec et de l'Ontario prévoient des exemptions importantes pour ces intermédiaires.¹⁰³ On doit préciser cependant que les commissions des valeurs mobilières du Québec et de l'Ontario ont récemment adopté une politique visant à exiger l'enregistrement des banques offrant certains services de courtage.¹⁰⁴ Si les lois des valeurs mobilières étaient modifiées en ce sens, cette législation serait ainsi la seule à réglementer les institutions financières en ce domaine, car ni la Loi sur les banques, ni les lois applicables aux compagnies de fiducie ne contiennent aucune disposition spécifique imposant des obligations visant à protéger les droits des propriétaires réels dont les actions sont détenues par les institutions financières.

Il est intéressant de noter à ce sujet que, durant les séances tenues par le Comité Kimber, certains commentateurs envisageaient l'adoption d'une réglementation ayant une portée plus grande que celle retenue subséquemment par les législateurs.¹⁰⁵ Il ressort de ces délibérations que les membres de la Bourse de Toronto suggéraient de restreindre le droit de vote de toute personne n'étant pas le propriétaire réel des actions. Cependant cette suggestion n'a pas reçu l'appui du comité dont les recommandations ne visaient que les "courtiers attitrés".¹⁰⁶ De même, la législation adoptée par la suite reflète l'approche restrictive adoptée par le comité Kimber.

En raison de la portée limitée de cette législation, certains problèmes peuvent également surgir lorsque les actions sont détenues, non pas par des investisseurs institutionnels, mais par des agences de compensation. En effet, ni la loi fédérale, ni les lois ontarienne et québécoise des valeurs mobilières ne prévoient de dispositions spécifiques réglementant le processus de communications avec les actionnaires dont les actions sont inscrites au nom de ces agences, telle la "C.C.D.V.". La seule mesure de contrôle existant à cet égard se trouve dans une décision adoptée en 1981 par la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario.

¹⁰³ Loi sur les valeurs mobilières, *ibid.*, art. 154; The Securities Act, *ibid.*, arts. 36, 24.

¹⁰⁴ Au Québec, voir la Commission des valeurs mobilières du Québec, Bulletin hebdomadaire, 17 juin 1983, vol. XIV, no. 24, p. 2.1.19; en Ontario, voir OSC Bull., Special Supplement, Report on the Implications for Canadian Capital Markets of the Provision by Financial Institutions of Access to Discount Brokerage Services, 31 oct. 1983; OSC Bull., 27 janv. 84, p. 453.

¹⁰⁵ Voir le commentaire de M. Deacon dans Ontario, Attorney General's Committee on Securities Legislation, Public Hearings, Submissions of the Toronto Stock Exchange Committee on Securities Legislation, Vol. 6, p. 120; ce point a été mentionné par J.C. Baillie, *loc. cit.*, note 78, p. 267, n. 339.

¹⁰⁶ Voir le rapport Kimber, *supra*, note 5, para. 6.28.

¹⁰⁷ Voir In re The Securities Act, 1978 and the Canadian Depository for Securities Ltd. and the Toronto Stock Exchange, OSC Weekly Bull., 18 déc. 1981, 519C; cité dans D.M. Harley, *loc. cit.*, note 10, p. 312.

La commission exprimait alors sa crainte que les propriétaires dont les actions sont détenues par la "C.C.D.V." ne puissent pas recevoir l'information distribuée par la corporation.¹⁰⁸ C'est pourquoi, afin d'assurer une divulgation adéquate dans ce contexte, la commission demanda que la "C.C.D.V." et ses participants s'engagent à respecter les obligations imposées aux courtiers en vertu de l'article 48 de la Loi sur les valeurs mobilières de l'Ontario.

Les problèmes de communication avec les propriétaires réels ont également retenu l'attention des auteurs de l'Avant-projet d'une loi fédérale sur les valeurs mobilières.¹⁰⁹ D'une part, les dispositions de cet avant-projet s'apparenteraient à la législation existante puisque l'obligation générale de distribution s'appliquerait uniquement aux "inscrits", c'est-à-dire aux courtiers enregistrés en vertu de la loi à l'exclusion des banques et des compagnies de fiducie exécutant les mandats non-sollicités.¹¹⁰ D'autre part, le projet de loi différerait nettement de cette législation, puisqu'il définit le terme "inscrit" comme incluant toute personne enregistrée en vertu de la loi et assujettit toutes les bourses et agences de compensation à un tel enregistrement.¹¹¹ Ainsi, la "C.C.D.V." serait tenue de faire parvenir les documents d'information aux propriétaires réels. De plus, dans le but de faciliter le processus de communication entre les émetteurs et les propriétaires réels, l'avant-projet de loi contient des dispositions spécifiques applicables aux agences de compensation et à leurs participants.¹¹² Toutefois, mises à part ces dispositions particulières, cet avant-projet, tout comme la législation actuelle, aurait une portée limitée puisque certains intermédiaires, telles les banques et les compagnies de fiducie exécutant certains types de transactions, seraient exempts de la formalité d'enregistrement et, par ce fait même de l'obligation de distribution imposée aux courtiers attitrés.

(b) *Portée de la réglementation américaine*

Aux États-Unis, comparativement, la Securities and Exchange Commission a spécialement insisté sur la nécessité d'imposer une obligation de distribution, non seulement aux courtiers, mais également aux banques

¹⁰⁸ Cette décision fut rendue au moment où la commission était appelée à approuver un règlement de la Bourse de Toronto; ce règlement avait pour but de faciliter la détermination du pourcentage des actions, dont le titre de propriété appartenait à des Canadiens, et ce, afin de pouvoir les faire bénéficier des avantages prévus dans le cadre du programme énergétique national (NEP).

¹⁰⁹ Voir les Recommandations pour une loi fédérale sur les valeurs mobilières, *op. cit.*, note 10, vol. 2, art. 7.09, p. 132; art. 11.05, pp. 231, 232.

¹¹⁰ *Ibid.*, vol. 1, Avant-projet de loi, arts. 11.05, 2.35, 8.01, 8.06 (3)(b).

¹¹¹ *Ibid.*, arts. 2.35, 9.01(1).

¹¹² *Ibid.*, arts. 10.14, 10.15; et voir, *infra*, texte accompagnant les notes 123-126, 130-132.

et aux compagnies de fiducie.¹¹³ Ainsi la règle 14a-3(d) de la réglementation fédérale adoptée par la commission exige que les émetteurs communiquent avec tous ces intermédiaires afin de déterminer le nombre de copies nécessaires pour distribuer les documents de procuration aux propriétaires réels. Selon cette même disposition, les émetteurs doivent également effectuer cette démarche auprès des agences de compensation.¹¹⁴ Toutefois, en raison de l'absence de juridiction de la commission à l'égard des banques et des compagnies de fiducie, les obligations imposées aux intermédiaires, en vertu du règlement 14b-1, s'appliquent uniquement aux courtiers.¹¹⁵

Consciente de cette importante restriction, la commission a déclaré qu'elle transmettrait le texte de ces dispositions aux différents organismes réglementant les institutions financières, afin qu'ils adoptent des règlements semblables.¹¹⁶ Au niveau fédéral, il appert donc qu'une attention particulière a été accordée à la détermination adéquate du champ d'application des dispositions, de façon à ce que les clients des courtiers ne soient pas les seuls à bénéficier de la protection prévue.

(3) *Obligations relatives à la distribution des documents et à l'exercice du droit de vote*

(a) *La réglementation canadienne et les réformes proposées*

Actuellement, ni la législation canadienne ni les règlements des bourses n'exigent, de façon systématique, la distribution des documents d'information aux propriétaires réels. En effet, selon cette réglementation, l'obligation de distribution est toujours conditionnelle à une décision de l'intermédiaire ou à un engagement du propriétaire réel ou de l'auteur des documents.¹¹⁷

Dans la législation fédérale, on remarque que la préoccupation principale du législateur n'était pas d'assurer nécessairement la distribution des documents mais plutôt d'interdire le vote par les intermédiaires en l'absence

¹¹³ Voir SEC Rel. No. 34-11079 *supra*, note 86, p. 84, 570; SEC Rel.No. 34-13719, 5 juillet 1977 ('77-'78 Transfer Binder) CCH, Fed. Sec. L. Rep. para. 81, 221.

¹¹⁴ Voir note 1 du règlement 14a-3(d).

¹¹⁵ Voir Report of the Advisory Committee on Shareholder Communications, *op. cit.*, note 16, pp. 85, 153, 85, 162.

¹¹⁶ Voir SEC Rel. No. 34-13719, *supra*, note 109, p. 88, 275; ces organismes peuvent être tenus de se conformer à la demande de la SEC en vertu de l'art. 12(i) de l'Exchange Act of 1934; ceux-ci ont ainsi adopté subséquemment une disposition semblable au Règlement 14a-3(d).

¹¹⁷ Voir par exemple la Loi sur les sociétés commerciales canadiennes, *supra*, note 1, art. 147; la Loi sur les valeurs mobilières, *supra*, note 2, art. 164-165; The Securities Act, *supra*, note 102, art. 48; Toronto Stock Exchange By-Laws, CCH, Can. Sec. L. Rep., para. 86-650, art. 16.21; Alberta Stock Exchange By-Laws, CCH, Can. Sec. L. Rep., para. 80-562, art. 16.21; Antaki, *supra*, note 6.

des instructions des propriétaires réels. À ce sujet, l'article 147 de la loi fédérale prohibe l'exercice du droit de vote par les courtiers, à moins que ces derniers, premièrement, transmettent les documents de procuration aux propriétaires réels et, deuxièmement, qu'ils requièrent et reçoivent de ces derniers des instructions en vue du vote aux assemblées.

La principale lacune de cette disposition réside dans le fait que la distribution des documents dépend entièrement de la décision du courtier d'exercer ou non le droit de vote. En effet, celui-ci peut décider de ne pas voter et, ainsi, il sera libéré de ses obligations de transmettre les documents aux propriétaires et de demander des instructions. De plus, il est important de noter que l'article 147 prévoit le paiement des frais de distribution par les personnes sollicitant des procurations mais limite ces frais à ceux résultant de la remise des documents aux intermédiaires. Il s'agit alors de déterminer si les frais de distribution des documents aux propriétaires réels devraient être à la charge de ces derniers ou des personnes sollicitant des procurations. À cet égard, il est important de mentionner que normalement les compagnies émettrices doivent assumer les frais de distribution pour les fins des assemblées d'actionnaires. On doit reconnaître, cependant, que l'utilisation du mécanisme d'enregistrement des actions au nom des intermédiaires peut avoir pour effet d'accroître le coût de distribution. D'une part donc, les frais peuvent être plus élevés mais, d'autre part, il ne faut pas oublier que les compagnies peuvent trouver des avantages importants à utiliser le mécanisme d'enregistrement au nom des intermédiaires. Ces derniers effectuent, en effet, toutes les opérations en vue du transfert des actions et conservent une liste des nom et adresse de tous les propriétaires réels, ce qui simplifie grandement la tâche des émetteurs. De plus, les personnes sollicitant les procurations seront celles qui tireront profit de l'utilisation du système de procuration. Il semblerait donc ironique d'exiger de la part des propriétaires réels, soit directement soit par le biais des frais demandés par les intermédiaires, qu'ils assument les frais de distribution afin d'obtenir l'information à laquelle ils ont droit.

Tout comme la loi fédérale, les lois provinciales des valeurs mobilières du Québec et de l'Ontario interdisent également l'exercice du droit de vote par les intermédiaires en l'absence des instructions des propriétaires réels.¹¹⁸ Cependant, à la différence de la loi fédérale, l'obligation de distribuer les documents aux propriétaires est assujettie, selon les lois provinciales, non pas à la décision du courtier mais plutôt à un engagement de la part de l'auteur des documents ou du propriétaire réel d'assumer les frais de distribution.

Ainsi, à la lecture de ces dispositions fédérale et provinciales, on constate que, depuis les recommandations faites par le Comité Kimber, la législation canadienne, d'une part, a fait des progrès en prohibant le

¹¹⁸ *Ibid.*

vote par les intermédiaires mais que, d'autre part, elle ne permet pas encore d'assurer pleinement la dissémination de l'information. À cet égard, il est intéressant d'examiner les solutions envisagées par les auteurs de l'avant-projet d'une loi fédérale sur les valeurs mobilières.¹¹⁹

Comme la loi fédérale actuelle, l'avant-projet de loi interdirait aux intermédiaires d'exercer le droit de vote, à moins que ceux-ci ne transmettent les documents d'information et ne demandent des instructions.¹²⁰ Cependant, il est surprenant de remarquer que le projet de loi, contrairement à la disposition fédérale actuelle, n'exigerait pas la réception des instructions pour permettre l'exercice des droits de vote par les intermédiaires. En d'autres mots, il semble que ces derniers soient en mesure d'exercer le droit de vote même s'ils n'ont pas reçu d'instructions à cet effet, à condition qu'ils aient transmis les documents au préalable et demandé des instructions.

Si cette dernière interprétation devait être adoptée, nous croyons que la législation actuelle, sous cet aspect, serait plus appropriée. Sous un autre aspect, cependant, l'avant-projet de loi fédérale prévoit une disposition qui assurerait une meilleure distribution des documents d'information aux propriétaires réels.¹²¹ En effet, contrairement à l'obligation statutaire prévue actuellement, l'obligation de distribution, telle que proposée, ne serait sujette ni à la décision des intermédiaires, ni à celle de l'auteur des documents ou des propriétaires réels.¹²² Les auteurs des documents seraient ainsi tenus d'assumer les frais de distribution, alors que les intermédiaires seraient obligés de transmettre les documents aux propriétaires réels, que les intermédiaires aient ou non le désir d'exercer le droit de vote.

Au surplus, si un tel projet de loi était adopté, des progrès importants seraient faits pour protéger les droits des propriétaires réels dans le contexte particulier de l'inscription des actions au nom des agences de compensation.¹²³ Contrairement à la législation actuelle, le projet de loi prévoit des dispositions spécifiques réglementant les relations entre ces agences et les participants, comme les banques, les courtiers et les compagnies de fiducie. Conformément à la législation proposée, les émetteurs seraient tenus de demander à l'agence de compensation de leur fournir la liste de ses participants.¹²⁴ Le projet de loi n'imposerait cependant pas aux émetteurs l'obligation de distribuer les documents aux participants. Leur obligation se limiterait plutôt à la distribution des documents à l'agence de compen-

¹¹⁹ Recommendations pour une loi fédérale sur les valeurs mobilières, *op. cit.*, note 10, vol. 1, Avant projet de loi, arts. 7.09, 11.05.

¹²⁰ *Ibid.*, art. 7.09.

¹²¹ *Ibid.*, art. 11.05.

¹²² *Ibid.*, art. 11.05(2).

¹²³ *Ibid.*, art. 10.14.

¹²⁴ *Ibid.*, art. 10.14(2).

sation à titre d'actionnaire enregistré.¹²⁵ De là, l'agence devrait s'enquérir auprès des participants du nom des propriétaires réels afin de pouvoir transmettre subséquemment les documents à ces derniers.¹²⁶

Actuellement, même si la législation canadienne ne contient aucune disposition réglementant les communications dans le contexte particulier des agences de compensation, il est bon de mentionner que la C.C.D.V. s'efforce néanmoins d'assurer une liaison entre les compagnies émettrices et les intermédiaires participant au système offert par la C.C.D.V.¹²⁷ En effet, les procédures établies par l'agence permettent présentement aux compagnies émettrices de communiquer directement avec les intermédiaires financiers.¹²⁸ Il est cependant important de noter que de telles procédures n'ont pas pour effet d'éliminer les différentes étapes intermédiaires requises pour permettre aux compagnies émettrices de communiquer avec les propriétaires réels. Premièrement, les émetteurs doivent encore obtenir la liste des participants de la C.C.D.V. afin de pouvoir acheminer une carte-réponse demandant à ces participants d'indiquer le nombre de copies de documents requises pour fin de distribution aux propriétaires réels. Deuxièmement, les compagnies émettrices doivent attendre le retour de ces cartes afin de pouvoir envoyer par la suite les documents aux participants. Finalement, après réception de ces documents, les intermédiaires doivent faire parvenir à leurs clients l'information reçue.

En conséquence, la question soulevée ici est de savoir si ces différentes étapes intermédiaires n'ont pas pour effet de retarder indûment la dissémination de l'information et, dans l'affirmative, s'il n'existerait pas des moyens permettant de simplifier le processus. Une possibilité serait d'exiger des compagnies émettrices qu'elles communiquent directement avec les propriétaires réels n'ayant pas exprimé le désir de garder l'anonymat.¹²⁹

¹²⁵ L'art. 10.03 de l'avant-projet, *ibid.*, établit les conditions pour l'enregistrement de l'agence de compensation à titre de détenteur enregistré.

¹²⁶ A titre "d'inscrit" (arts. 2.28, 9.01), l'agence de compensation serait assujettie à l'art. 11.05 et par là, serait tenue de transmettre les documents aux propriétaires réels.

¹²⁷ Voir Canadian Depository for Securities Ltd., CDS & Co., Shareholder Communications and the Canadian Depository for Securities Limited, mars 1984, Toronto; l'agence a établi à cette fin deux régimes de communication. Selon un premier régime, l'émetteur transmet des formules de procuration à la C.C.D.V. qui les signe en blanc et les achemine subséquemment à ses participants afin de leur permettre d'enregistrer les instructions de leurs clients. A la demande des participants de la C.C.D.V., cette agence peut également exiger que l'émetteur lui fournisse un nombre suffisant de formules de procurations devant être signées en blanc par la C.C.D.V. et envoyées à ses participants qui les transmettront à leurs clients afin que ces derniers enregistrent leurs instructions. Selon un deuxième régime, la C.C.D.V. prévoit une procédure selon laquelle ses participants deviennent les mandataires de l'agence et reçoivent par la suite les documents directement des émetteurs.

¹²⁸ *Ibid.*

¹²⁹ Voir les propositions suggérées aux États-Unis, *infra*, le texte accompagnant les notes 140-147.

À cet égard, il est intéressant de noter que l'avant-projet d'une loi fédérale sur les valeurs mobilières prévoirait une disposition permettant aux participants de fournir aux compagnies émettrices une liste des nom et adresse des propriétaires réels.¹³⁰ Et dans le but d'inciter les participants à fournir cette liste, on stipulerait que les participants qui ne fourniraient pas la liste seraient tenus d'obtenir les documents des émetteurs et de les envoyer à leurs frais, aux propriétaires réels.¹³¹ Ce mécanisme permettant les communications directes serait certainement apprécié des émetteurs mais il faut préciser cependant que la disposition, telle que proposée, aurait une portée limitée puisqu'elle ne s'appliquerait qu'aux "firmes de valeurs mobilières", excluant ainsi les banques et les compagnies de fiducie.¹³²

En résumé, nous pouvons conclure que, dans l'ensemble, l'avant-projet de loi fédérale, comparé à la législation actuelle, pourrait mieux servir à améliorer le système de communications entre les compagnies et les propriétaires réels. Une telle conclusion trouve sa justification, premièrement, dans la disposition obligeant les intermédiaires à distribuer les documents aux propriétaires, indépendamment de la décision des intermédiaires de voter ou d'un engagement provenant des auteurs des documents ou des propriétaires réels. Deuxièmement, elle se justifie par la présence d'obligations spécifiques visant à faciliter les communications entre émetteurs et propriétaires réels dans le contexte particulier de l'inscription des actions au nom des agences de compensation.

La réforme proposée dans ce projet n'est cependant pas exempte de critiques car elle n'aurait pas pour effet de permettre aux compagnies de communiquer directement avec les propriétaires réels dans tous les cas. À ce propos, certaines des entreprises ayant participé à notre enquête ont noté cette lacune existant actuellement dans notre législation. Un des participants à cette enquête a d'ailleurs fait des recommandations intéressantes en vue de faciliter les communications entre les compagnies émettrices et les propriétaires réels.¹³³ Celui-ci, premièrement, suggérerait qu'une date de référence soit fixée dans un délai approprié avant la date d'assemblée afin de déterminer les personnes habiles à voter. Ce délai permettrait ainsi aux compagnies de rejoindre les propriétaires réels en temps utile. Deuxièmement, on proposait l'adoption d'un système semblable à celui introduit aux États-Unis où l'on permet aux corporations d'obtenir une liste des noms des propriétaires réels afin de pouvoir communiquer directement avec eux.

¹³⁰ Recommandations pour une loi fédérale sur les valeurs mobilières, *op. cit.*, note 10, vol. 1, avant-projet de loi, art. 10.14(4).

¹³¹ *Ibid.*, art. 10.14(5); et Commentaire, vol. 2, art. 10.14, p. 217.

¹³² *Ibid.*, art. 10.14(3).

¹³³ Voir Crête, *op. cit.*, note 8, p. 28.

(b) *Comparaison avec la réglementation américaine*

Comme la législation canadienne, les règlements des bourses assujettissent encore la transmission des documents à l'obtention d'un engagement, de la part des personnes sollicitant des procurations, de payer le coût de la distribution.¹³⁴ Cette approche a cependant été abandonnée en 1974 par la Securities and Exchange Commission qui, depuis lors, impose aux émetteurs l'obligation d'assumer les frais indépendamment de la décision des intermédiaires de requérir des instructions pour l'exercice du droit de vote et de la volonté des compagnies émettrices d'assumer les frais de distribution.¹³⁵ Suite à cet amendement, la commission s'est surtout préoccupée de la nécessité de promouvoir une plus grande efficacité dans les communications avec les actionnaires et de simplifier les procédures en permettant les communications directes entre les compagnies et les propriétaires réels.¹³⁶

Les amendements adoptés depuis 1974 reflètent bien cette préoccupation. Premièrement, le règlement 14a-3(d) de la loi fédérale impose aux émetteurs l'obligation de se renseigner auprès des intermédiaires, au moins vingt jours avant la date de référence fixée en vue de l'assemblée, afin de connaître le nombre de copies nécessaires pour fin de distribution des documents aux propriétaires réels. Cette exigence oblige ainsi les émetteurs à entamer eux-mêmes le processus de communication dans un délai prescrit et à assumer les frais de distribution. Par le biais de cette procédure, les intermédiaires sont informés suffisamment à l'avance des dates de référence des compagnies et, en retour, ceux-ci doivent indiquer le nombre de copies requises sur une carte-réponse distribuée à cette fin par les émetteurs.¹³⁷ Malheureusement, la législation canadienne ne prévoit pas une telle procédure. Au Canada, l'initiative doit venir non pas de l'émetteur mais plutôt des intermédiaires.¹³⁸ L'absence d'une procédure uniforme obligeant les compagnies à entamer le processus de communication peut ainsi empêcher les intermédiaires d'agir de façon diligente et conséquemment retarder la distribution des documents.

Le souci d'assurer la distribution des documents dans un délai approprié se reflète également dans le règlement 14b-1 de la loi fédérale américaine. Celui-ci vient compléter le règlement 14a-3(d) en exigeant que les courtiers répondent à la demande des émetteurs dans un délai de sept jours et,

¹³⁴ *Supra*, note 91.

¹³⁵ Voir SEC Rel. No. 34-11079, *supra*, note 90; cette disposition se retrouve maintenant au règlement 14a-3(d) de l'Exchange Act de 1934.

¹³⁶ Voir SEC Street Name Study, *op. cit.*, note 92; SEC Staff Report on Corporate Accountability, *op. cit.*, note 96, pp. 327-377; Report of the Advisory Committee on Shareholder Communications, *op. cit.*, note 16; SEC Rel. No. 34-19291, 2 déc. 1982.

¹³⁷ Voir, SEC Rel. No. 34-19291, *ibid.*, p. 85, 544; règlement 14a-3(d) de l'Exchange Act of 1934.

¹³⁸ *Supra*, note 117.

après réception des documents provenant des émetteurs, qu'ils transmettent ceux-ci aux propriétaires réels dans un délai de cinq jours. La prescription de délais spécifiques confère ainsi au processus de distribution un élément de certitude que nous ne retrouvons malheureusement pas dans la législation canadienne. À la lumière des commentaires exprimés par certains participants à notre enquête, il semble qu'on aurait avantage à déterminer d'une façon plus précise les devoirs des intermédiaires.¹³⁹

Outre l'adoption des règlements 14a-3(d) et 14b-1, la commission a accordé une attention particulière au désir exprimé par un nombre important d'émetteurs de pouvoir communiquer directement avec les propriétaires réels.¹⁴⁰ Une des propositions envisagées à ce sujet dans le rapport intitulé SEC Street Name Study est d'imposer aux intermédiaires l'obligation de donner aux émetteurs la liste des noms des propriétaires réels et d'exiger par la suite que les émetteurs distribuent les documents directement aux propriétaires réels.¹⁴¹ Malgré l'appui important donné à cette proposition par les émetteurs la commission a décidé de ne pas recommander son adoption par crainte d'imposer un fardeau trop lourd aux personnes concernées qui seraient tenues, entre autres, de mettre sur pied un système informatisé pour la confection des listes de propriétaires réels.¹⁴²

Toutefois cette recommandation a de nouveau été envisagée quelques années plus tard par le comité connu sous le nom de "Advisory Committee on Shareholder Communications".¹⁴³ Ce comité a également considéré une autre proposition selon laquelle les intermédiaires seraient tenus de fournir aux émetteurs la liste des propriétaires réels, mais contrairement à la première proposition, les émetteurs ne seraient pas obligés de communiquer directement avec les propriétaires réels.¹⁴⁴ L'adoption de cette deuxième recommandation n'aurait donc pas nécessairement pour effet de simplifier le processus de communications. Elle permettrait cependant aux émetteurs d'exercer un certain contrôle, premièrement en s'assurant que les propriétaires réels ont effectivement reçu les documents distribués par les intermédiaires et, deuxièmement, en profitant de l'occasion pour inciter les propriétaires à transmettre leurs instructions en vue du vote aux assemblées.¹⁴⁵

Après avoir évalué cette alternative, le comité décida d'opter pour la deuxième proposition, et ce, en raison des questions importantes que

¹³⁹ Voir Crête, *op. cit.*, note 8, pp. 27-29.

¹⁴⁰ Voir SEC Street Name Study, *op. cit.*, note 92, p. 41; SEC Staff Report on Corporate Accountability, *op. cit.*, note 96, pp. 362-364.

¹⁴¹ *Ibid.*, pp. 56-60.

¹⁴² *Ibid.*

¹⁴³ *Op. cit.*, note 16, pp. 85, 173; 85, 174.

¹⁴⁴ *Ibid.*, pp. 85, 174.

¹⁴⁵ Le comité a fait ressortir ces avantages, *ibid.*, pp. 85, 174.

pouvait soulever l'imposition d'un mécanisme de communications directes entre compagnies et propriétaires réels du point de vue de son application et de son coût.¹⁴⁶

À la lumière de cette recommandation, la commission a récemment introduit un amendement à son règlement 14b-1, lequel entrera en vigueur le 1er janvier 1986.¹⁴⁷ Dans cet amendement, on prévoit qu'à la demande des émetteurs, à condition que ces derniers s'engagent à rembourser les frais, les courtiers seront tenus de fournir aux émetteurs une liste de tous les noms, des adresses et du classement des propriétaires réels qui n'ont pas d'objection à les divulguer. Tout en reconnaissant les avantages que peuvent retirer les émetteurs de cette possibilité, il n'en demeure pas moins que, si les émetteurs utilisent cette liste uniquement pour fin de contrôle, l'adoption d'une telle disposition n'a pas pour effet de simplifier le processus de distribution par les intermédiaires.

Conclusion

L'augmentation sans cesse croissante du volume des négociations dans le marché canadien des valeurs mobilières a inévitablement contribué à l'introduction de systèmes permettant d'accroître la rapidité des transactions. C'est ce qui explique l'importance considérable que connaît actuellement l'utilisation des "certificats de courtiers" et des certificats d'actions enregistrés au nom d'institutions financières. Parallèlement, on ne peut que remarquer la popularité toujours grandissante du mécanisme de dépôt des actions auprès des agences de compensation, lesquelles sont appelées à jouer un rôle exceptionnel dans ce domaine.

En contrepartie, la détention d'actions par ces intermédiaires peut avoir pour effet de rompre les liens entre les compagnies et les actionnaires non-inscrits ou, du moins, de retarder le processus de communication. Cette étude nous a permis en effet de constater dans un premier temps, qu'en ce qui concerne la compagnie, les propriétaires réels non-inscrits peuvent difficilement faire valoir leurs droits en raison de la force probante quasi-absolue conférée aux registres de la compagnie. À cet égard, la jurisprudence démontre que les compagnies refusent d'aller au-delà de leurs registres pour reconnaître les droits des propriétaires réels. Cette approche formelle est également partagée par plusieurs tribunaux qui se disent liés par de tels registres sans même distinguer entre les pouvoirs accordés aux compagnies et les fonctions judiciaires qu'ils pourraient exercer. Il semblerait plus approprié de considérer les registres plutôt comme un moyen permettant de simplifier le processus d'identification de l'ensemble des actionnaires d'une compagnie que comme une preuve

¹⁴⁶ *Ibid.*, pp. 85, 174; 85, 178.

¹⁴⁷ Voir Proxy Communications and Management Disclosure, SEC Proxy Review Program 1983, CCH, Fed. Sec. L. Rep., pt. II, No. 1046, 16 nov. 1983, p. 107.

définitive de la qualité d'actionnaire qui empêche un propriétaire réel de revendiquer cette qualité en prouvant son titre.

Dans un deuxième temps, il appert de cette étude que la législation réglementant les relations entre les intermédiaires et les propriétaires réels peut difficilement servir à protéger adéquatement les droits à l'information et à la participation de ces derniers. Tout en reconnaissant la valeur des dispositions législatives qui interdisent maintenant l'exercice du droit de vote par les intermédiaires en l'absence des instructions des propriétaires réels, il semble qu'une proportion importante de ces propriétaires ne reçoive pratiquement jamais les documents d'information destinés aux actionnaires. Une telle situation peut s'expliquer, premièrement, par la portée limitée de la législation, qui ne s'applique qu'aux courtiers et, de ce fait, exclut les agences de compensation et, dans certains cas, les institutions financières. Deuxièmement, l'absence de communication avec les propriétaires réels peut résulter de la nature des obligations imposées aux intermédiaires, obligations qui dépendent soit de la décision de ces derniers d'exercer ou non le droit de vote, soit de l'engagement des personnes concernées d'assumer les frais de distribution. Il ne faut donc pas s'étonner que les propriétaires réels ne participent pas au processus décisionnel de la compagnie. Et même si l'on admet que plusieurs de ces actionnaires ne seraient de toute façon nullement intéressés à exercer ce contrôle, la simple obligation imposée à la compagnie de rendre compte à ces propriétaires pourrait servir à prévenir certains actes préjudiciables ou répréhensibles. Il semble que les dirigeants des compagnies puissent actuellement compter sur la passivité des intermédiaires financiers pour diriger une entreprise à leur guise.

Face au rôle considérable qu'exerceront les intermédiaires financiers et les agences de compensation dans la négociation des valeurs mobilières, nos législateurs seront inévitablement appelés à réexaminer ces questions et à proposer des moyens visant à assurer la libre circulation de l'information et la participation des propriétaires réels. Autrement, la reconnaissance législative de ces droits demeurera purement théorique.