

Université de Montréal

L'activisme actionnarial : une perspective canadienne

par
Julie Biron

Faculté de droit

Thèse présentée à la Faculté des études supérieures en vue de
l'obtention du grade de docteur en droit, option droit des affaires

juillet 2011

© Julie Biron, 2011

Université de Montréal
Faculté de droit

Cette thèse intitulée
L'activisme actionnarial : une perspective canadienne

présentée par
Julie Biron

a été évaluée par un jury composé des personnes suivantes :

Monsieur Nabil Antaki
président-rapporteur

Monsieur Stéphane Rousseau
directeur de recherche

Monsieur Ejan Mackaay
membre du jury

Monsieur Ian B. Lee
examineur externe

Résumé

Si l'on considère que le rôle des actionnaires varie dans un continuum qui s'étend de la passivité à l'une des extrémités jusqu'au contrôle total de la société dans laquelle ils ont investi, on peut affirmer que si, à une certaine époque, les investisseurs institutionnels ont privilégié une certaine forme d'apathie rationnelle, cette réalité a évolué. Loins d'avoir atteint l'autre extrémité du spectre, on doit néanmoins constater que désormais, les dirigeants et les actionnaires dominants doivent faire face à un nombre limité d'actionnaires institutionnels qui se connaissent et détiennent une part importante des titres d'une société.

Malgré la présence d'obstacles légaux et organisationnels qui entravent toujours aujourd'hui l'exercice des droits des actionnaires, il semble que les interventions des investisseurs institutionnels aient transcendé la règle de la majorité en ayant recours à des moyens inusités pour diminuer les risques d'opportunisme au sein des sociétés ouvertes.

En effet, si l'activisme des investisseurs institutionnels est un phénomène complexe qui prend des formes multiples souvent opaques et qui est difficile à cerner avec précision, il est néanmoins possible d'affirmer que ce mécanisme de gouvernance joue un rôle des plus importants en contribuant à limiter les coûts d'agence découlant de l'extraction de bénéfices privés par les dirigeants et les actionnaires dominants. En effet, au Canada, où la structure de propriété d'une majorité de sociétés est concentrée, l'activisme actionnarial permet de faire contrepoids au vaste pouvoir discrétionnaire des dirigeants ainsi qu'à l'influence qu'exercent les actionnaires dominants afin d'assurer une certaine forme de protection aux droits des actionnaires minoritaires.

Mots clés

Gouvernance – actionnaire dominant – investisseurs institutionnels – sociétés ouvertes – activisme actionnarial – administrateurs – dirigeants – pouvoir décisionnel – structure actionnariale – protection des investisseurs minoritaires

Abstract

If the role of shareholders is regarded as varying along a spectrum ranging from passivity to control of the company in which they have invested, it is safe to say that whereas institutional investors have exhibited a form of rational apathy in the past, this situation has changed significantly in recent years. Although institutional investors are still far from reaching the other end of the spectrum, it is clear that senior management and controlling shareholders are now faced with a limited number of institutional shareholders who know each other and who hold a significant share of the company's stock.

In spite of the legal and organizational barriers that still impede the ability of shareholders to exercise their rights, it appears that the actions of institutional investors have transcended majority rule by resorting to unusual ways of reducing the risk of opportunism within publicly held Canadian companies.

While the activism of institutional investors is a complex phenomenon embodying various forms which are often opaque and difficult to fully grasp, it can nevertheless be said that this mechanism of governance plays a critical role in slimming down agency costs arising from the realization of private benefits by managers and controlling shareholders. Indeed, in Canada, where most companies have a concentrated ownership structure, shareholder activism can serve as a counterbalance to the broad discretionary powers of company leaders and the influence of controlling shareholders, thus constituting a certain measure of protection for the rights of minority shareholders.

Keywords

Governance – controlling shareholder – institutional shareholders – Canadian public company – shareholder activism – directors – managers – decision-making power – ownership structure – investor protection

TABLE DES MATIÈRES

Résumé	i
Abstract	ii
Table des matières	iii
Liste des principales abréviations	vii
Remerciements	xi
INTRODUCTION	1
CHAPITRE PRÉLIMINAIRE : LA NATURE DE L’ACTIONNARIAT DANS LE CONTEXTE CANADIEN – UN APERÇU THÉORIQUE ET PRATIQUE	11
1. Le rôle des actionnaires dans la gouvernance des sociétés canadiennes	12
1.1. La justification théorique de la participation et de la représentation des actionnaires au sein de la société	20
1.2. Les différents mécanismes de contrôle des conflits	32
1.3. La place des actionnaires dans le bon fonctionnement des mécanismes internes de contrôle des coûts d’agence	37
2. Le profil de l’actionnariat canadien	40
2.1. Les différents investisseurs institutionnels canadiens	42
2.1.1. Les caisses de retraite	43
2.1.2. Les fonds d’investissement	49
2.1.3. Les investisseurs multilatéraux	53
2.1.3.1. Les sociétés d’assurances	54
2.1.3.2. Les fonds des institutions bancaires	57
2.1.4. Les gestionnaires de portefeuille	63
2.1.5. La présence d’un nouvel acteur : les fonds de couverture	69
2.2. Les organisations d’actionnaires	74
I. Le partage des compétences entre le conseil d’administration, les dirigeants et l’assemblée des actionnaires	77
1. Le pouvoir de surveillance et de contrôle des actionnaires et ses limitations	77
1.1. Les droits conférés aux actionnaires	80

1.1.1.	Le pouvoir de détermination	82
1.1.1.1.	L'élection et la destitution des administrateurs	83
1.1.1.2.	Le droit de nommer un auditeur	88
1.1.2.	Le pouvoir décisionnel	91
1.1.2.1.	L'approbation des règlements administratifs lors des assemblées annuelles d'actionnaires	93
1.1.2.2.	L'approbation des changements importants survenant au sein de l'entreprise	95
1.1.2.3.	Les propositions soumises par les actionnaires	98
1.1.3.	Le cadre juridique permettant l'exercice de ces droits	102
1.1.3.1.	Le formulaire de procuration	104
1.1.3.2.	La circulaire d'information	107
1.1.3.3.	Les états financiers	110
1.1.3.4.	Le rapport de gestion	113
1.2.	L'incidence de l'environnement institutionnel et réglementaire sur la mise en œuvre par les actionnaires des mécanismes de contrôle ..	115
1.2.1.	Les barrières économiques et organisationnelles entravant l'utilisation des mécanismes de contrôle	116
1.2.1.1.	La théorie de l'action collective	117
1.2.1.1.1.	Les bénéfices	119
1.2.1.1.2.	Les coûts	121
1.2.1.1.3.	L'apathie rationnelle des actionnaires et le problème de resquillage	127
1.2.1.2.	La présence d'un actionnaire de contrôle	130
1.2.1.3.	Les facteurs culturels	132
1.2.1.4.	Les conflits d'intérêts	134
1.2.1.5.	Le double chapeau des actionnaires institutionnels agissant à titre d'agents	138
1.2.1.5.1.	Les responsabilités et les obligations des gestionnaires institutionnels	139
1.2.1.5.2.	Les conflits d'agence affectant les gestionnaires institutionnels	143
1.2.2.	Les barrières légales et contractuelles au contrôle des actionnaires	145
1.2.2.1.	Les règles relatives à la propriété	146
1.2.2.2.	Les règles concernant l'exercice du droit de vote des actionnaires	155
1.2.2.2.1.	L'application de délais incohérents et courts pour l'envoi des documents	156
1.2.2.2.2.	Les limites relatives aux questions touchant l'élection, le remplacement des administrateurs et la nomination de l'auditeur	159
1.2.2.2.3.	L'absence de mécanismes assurant la confidentialité du vote par procuration	165
1.2.2.3.	Les problèmes liés aux propositions d'actionnaires	167

1.2.2.3.1. Les propositions d'actionnaires ne lient pas les dirigeants	168
1.2.2.3.2. L'absence de mode alternatif de résolution des conflits résultants d'une proposition d'actionnaire	169
2. L'exercice du pouvoir décisionnel par les administrateurs et les dirigeants de la société	173
2.1. Les fondements de l'autorité décisionnelle des administrateurs ou certaines justifications à la limitation du pouvoir de contrôle des actionnaires	178
2.1.1. L'avantage informationnel de la direction.....	179
2.1.2. La rationalité limitée des acteurs	183
2.1.3. La cohérence nécessaire lors de la prise des décisions	187
2.1.4. La nécessité de constituer un mécanisme de protection contre l'opportunisme des actionnaires.....	189
2.2. Mesure de la latitude accordée aux dirigeants et administrateurs.....	192
2.2.1. La rémunération impartie	194
2.2.2. La liberté d'imposer leur calendrier aux actionnaires.....	203
2.2.3. Les cas d'abus liés aux opérations particulières réalisées en dehors du cours des affaires de la société	206
2.2.4. Le contrôle exercé sur la diffusion de l'information pertinente	210
2.2.5. L'application de la règle du jugement d'affaires.....	213
II. L'activisme des investisseurs institutionnels	219
1. La nature de l'activisme canadien.....	223
1.1. Les différents acteurs	223
1.1.1. Les investisseurs interventionnistes.....	224
1.1.1.1. Les caisses de retraite	225
1.1.1.2. Les fonds d'investissement	228
1.1.1.3. Les gestionnaires de portefeuille	234
1.1.1.4. Les fonds de couverture.....	236
1.1.2. Les autres acteurs.....	238
1.1.2.1. Les groupes d'actionnaires.....	238
1.1.2.2. Les firmes offrant des services de conseil en matière d'exercice du vote par le biais d'une procuration.....	240
1.2. Les questions privilégiées par les investisseurs institutionnels	245
1.2.1. Les questions intéressant la protection des droits des actionnaires et la gouvernance des sociétés.....	247
1.2.2. Les questions de gestion interne propres à une société.....	251
1.2.3. Les questions éthiques, sociales et politiques.....	253

1.3. Le type d'intervention menée par les investisseurs institutionnels auprès des sociétés canadiennes.....	256
1.3.1. Les pratiques courantes d'intervention des actionnaires institutionnels	258
1.3.1.1. Le « Wall Street Walk »	258
1.3.1.2. L'exercice du droit de vote	261
1.3.1.3. La diplomatie discrète	264
1.3.1.4. La dénonciation publique	268
1.3.1.5. Les interventions indirectes.....	271
1.3.2. Les modes d'interventions d'exception	273
1.3.2.1. Les propositions d'actionnaires	273
1.3.2.2. L'opposition aux transactions	280
1.3.2.3. La prise d'un recours judiciaire	281
1.3.2.4. La nomination des administrateurs.....	286
1.3.3. L'impact des diverses barrières : les actionnaires institutionnels canadiens ont-ils toute la latitude nécessaire pour intervenir auprès des dirigeants?	288
2. Les impacts de l'activisme des investisseurs institutionnels : entre la crainte et l'espoir	292
2.1. Les problèmes potentiels liés à l'activisme actionnarial	294
2.1.1. La vision court-termiste des investisseurs institutionnels ...	297
2.1.2. Le problème de l'acquisition du droit de vote sans intérêt économique proportionnel au sein de la société.....	302
2.1.3. L'adoption de mesures ayant un effet négatif sur l'ensemble des actionnaires	305
2.1.4. Les mécanismes mis en place pour parer à ces risques d'opportunisme.....	308
2.2. L'utilité d'un accroissement de l'interventionnisme actionnarial	313
2.2.1. L'impact de l'activisme sur la réduction des coûts d'agence	314
2.2.2. L'impact de l'activisme actionnarial sur la protection des droits des actionnaires.....	324
2.2.3. Quelques propositions afin d'accroître le pouvoir d'intervention des actionnaires et d'encadrer l'exercice de ce pouvoir	330
2.2.3.1. Les pouvoirs en lien avec l'élection et la destitution des administrateurs	332
2.2.3.2. L'étendue du droit de vote des actionnaires	339
2.2.3.3. La transparence des interventions des actionnaires.....	343
CONCLUSION.....	350
BIBLIOGRAPHIE	354

LISTE DES PRINCIPALES ABRÉVIATIONS

-A-

AIMA : Alternative Investment Management Association
 Am.Bus.L.J. : American Business Law Journal
 Am. Econ. Rev. : American Economic Review
 AMF : Autorité des marchés financiers
 Am.U.L.Rev. : American University Law Review
 art. : article

-B-

BDRVM : Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières
 Bull.A.M.F. : Bulletin de l'Autorité des marchés financiers
 Bus. Law. : Business Lawyer

-C-

C.A. : cour d'appel
 C.B.C.A. : Canadian Business Corporation Act
 Can. J. Adm. Sci. : Canadian Journal of Administrative Sciences
 Can.Bus.L.J. : Canadian Business Law Journal
 CCGG : Canadian Coalition for Good Governance
 C.c.Q. : Code civil du Québec
 C. de D. : Cahiers de droit
 CEO : Chief Executive Officer (chef de la direction)
 Colum. L.Rev. : Columbia Law Review
 Connecticut L.Rev. : Connecticut Law Review
 C.S. : Cour supérieure

-D-

Del. J. Corp. L. : Delaware Journal of Corporate Law
 dir. : directeur

-E-

ECGI : European Corporate Governance Institute
 éd. : édition
 et al. : *et alii* (et autres)
 et suiv. : et suivant

-F-**-G-**

Geo.L.J. : Georgetown Law Journal
 Geo. Mason U.L.Rev. : George Mason University Law Review
 G.O. : Gazette officielle

-H-

Harv.L.Rev. : Harvard Law Review

-I-

ibid. (id.) : *ibidem* (cité à la référence précédente)
 IOSCO (OICV) : International Organisation of Securities Commissions
 Iowa L.Rev. : Iowa Law Review

-J-

J.Corp.L. : Journal of Corporation Law
 J. Fin. : Journal of Finance
 J.Fin.Econ. : Journal of Finance and Economic
 J.L. & Econ. : Journal of Law and Economics

J.L.Econ. & Org. : The Journal of Law, Economics, and Organization
 J. of Legal Studies : Journal of Legal Studies
 J.Q. : juridiction québécoise

-K-**-L-**

L.C. : Lois du Canada
 L.c.s.a. : Loi canadienne sur les sociétés par actions
 L.G.D.J. : Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence
 L.O. : Lois de l'Ontario
loc. cit. : *loco citato* (à l'endroit cité)
 L.R.C. : Lois révisées du Canada
 L.R.O. : Lois refondues de l'Ontario
 L.R.Q. : Lois refondues du Québec
 L.s.a.Q. : Loi sur les sociétés par actions du Québec

-M-

MÉDAC : Mouvement d'éducation et de défense des actionnaires
 Melb. U.L.Rev. : Melbourne University Law Review
 Mich. L.Rev. : Michigan Law Review

-N-

N.C.L.Rev. : North Carolina Law Review
 n.s. : nouvelle série
 N.Y.U.L.Rev. : New York University Law Review
 Nw. U.L. Rev. : Northwestern University Law Review

-O-

OCRCVM : Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières

OICV : Organisation internationale des commissions de valeurs
 O.J. : juridiction de l'Ontario
 OMERS : Ontario Municipal Employees Retirement System
 Ont. : Ontario
 OPC : Organisme de placement collectif
op. cit. : *opere citato* (dans l'ouvrage cité)
 O.R. : Ontario Reports
 O.S.C.B. : Ontario Securities Commission Bulletin
 Osgoode Hall L.J. : Osgoode Hall Law Journal
 OTPP : Ontario Teachers' Pension Plan

-P-

p. : page
 par. : paragraphe

-Q-**-R-**

R.C.S. : Recueil de la Cour suprême
 R.D.McGill : Revue de droit de McGill
 Rev.can.d.comm. : Revue canadienne du droit de commerce
 Rev. du B. Can. : Revue du Barreau canadien
 R.G.D. : Revue générale de droit
 R.J.Q. : Recueil de jurisprudence du Québec
 RREO : Régime de retraite des enseignants et enseignantes de l'Ontario
 R.R.Q. : Règlements renfondus du Québec

-S-

S.Cal.L.Rev. (ou So.Cal.L.Rev.) : Southern California Law Review

SHARE : Shareholder Association
for Research and Education
SSRN : Social Science Research
Network

Stan. L. Rev. : Stanford Law
Review

Stan.J.L.Bus. & Fin. : Stanford
Journal of Law Business &
Finance

Stetson L.Rev. : Stetson Law
Review

Sup. Ct.of J. : Superior Court of
Justice

-T-

TSE: Toronto Stock Exchange

-U-

UBC: University of British
Columbia

U.Brit.Colum.L.Rev. : University of
British Columbia Law Review

UC.Davis L.Rev. : U.C. Davis Law
Review

U.Cin.L.Rev. : University of
Cincinnati Law Review

UCLA : University of California,
Los Angeles

UCLA L.Rev. : University of
California, Los Angeles Law
Review

U.Mich.J.L. Reform : University of
Michigan Journal of Law Reform

U.Pa.L.Rev. : University of
Pennsylvania Law Review

U.Toronto L.J. : University of
Toronto Law Journal

-V-

Va.L.Rev. : Virginia Law Review

Vanderbilt L.Rev. : Vanderbilt Law
Review

vol. : volume

-W-

Washington L.R.: Washington Law
Review

-X-

-Y-

Yale J. on Reg. : Yale Journal on
Regulation

-Z-

À tous les Sancho Panza qui
m'ont accompagnée dans cette quête.

Remerciements

La réalisation de la présente thèse n'aurait pas été possible sans le soutien d'un certain nombre de personnes. Mes remerciements vont tout d'abord à mon directeur de thèse, le professeur Stéphane Rousseau, que j'ai la chance de côtoyer depuis maintenant plus de dix ans. Sa disponibilité, son appui, sa rigueur, ainsi que les judicieux conseils qu'il m'a prodigués au cours de ces années de formation ont beaucoup enrichi ma réflexion. Par ailleurs, mon travail à l'Observatoire du droit québécois des valeurs mobilières, qui m'a permis de rencontrer des gens formidables, m'a fourni un contexte enrichissant et m'a permis de vivre de nombreuses expériences professionnelles des plus profitables. Merci Stéphane de la confiance que tu m'as témoignée dans ce cadre.

Mes remerciements vont également à la Faculté de droit de l'Université de Montréal, au professeur Guy Lefebvre, au professeur Ejan Mackaay, ainsi qu'au personnel de soutien, qui ont facilité l'accomplissement de cette formation par l'octroi de bourses ainsi que par leur aimable collaboration. Que tous ceux qui ont contribué à faciliter mon passage au doctorat trouvent ici le témoignage de ma plus sincère gratitude.

Mes remerciements seraient par ailleurs incomplets si je ne faisais pas mention de la personne qui partage ma vie depuis maintenant près de seize ans et qui m'a soutenue durant toutes ces années, en dépit de toutes ces heures passées derrière mon écran, et qui m'a permis, par son amour et son soutien, de terminer cette formation. Merci, mon amoureux.

Mes remerciements vont enfin à tous ceux qui m'ont soutenue par leurs mots d'encouragement, leurs courriels et leurs pensées.

INTRODUCTION

La gouvernance d'entreprise réfère à l'ensemble des mécanismes organisationnels qui délimitent l'exercice du pouvoir des dirigeants et guident leurs décisions en définissant leur espace discrétionnaire¹. Poursuivant essentiellement l'objectif de minimiser les risques d'abus de pouvoir, la gouvernance vise à protéger les intérêts des actionnaires et des autres parties prenantes et à maximiser la valeur des sociétés ouvertes, notamment par le biais d'un encadrement légal adéquat².

Or, les scandales financiers que nous avons connus dans la dernière décennie³ ont conduit plusieurs personnes à se questionner sur la valeur des mécanismes traditionnels de gouvernance et même à souhaiter une

¹ Gérard CHARREAUX, *Le gouvernement des entreprises*, Collection Recherche en Gestion, Paris, Economica, 1997, p. 1; Andrei SHLEIFER et Robert W. VISHNY, "A Survey of Corporate Governance", (1997) 52 *J. Fin.* 737 (vision financière); ORGANISATION DE COOPÉRATION ET DE DÉVELOPPEMENT ÉCONOMIQUES, Principes de gouvernement d'entreprise de l'OCDE, 2004, p. 11 et 12, en ligne : <<http://www.oecd.org/dataoecd/32/19/31652074.PDF>>. En effet, dans les sociétés où l'actionnariat est concentré, l'actionnaire ou le groupe d'actionnaires qui exercent un contrôle de fait ou de droit sur la société peut se servir de ce pouvoir pour coopter les dirigeants afin de les inciter à prendre des décisions dans leurs intérêts plutôt que dans celui de l'ensemble des actionnaires. Ronald J. DANIELS et Edward M. IACOBUCCI, "Some of the Causes and Consequences of Corporate Ownership Concentration in Canada", dans Randall K. MORCK (éd.), *Concentrated Corporate Ownership*, National Bureau of Economic Research, Chicago, University of Chicago Press, 2000, p. 81, 83-84. Stéphane ROUSSEAU, « Le rôle des tribunaux et du conseil d'administration dans la gouvernance des sociétés ouvertes : Réflexion sur la règle du jugement d'affaires », (2004) 45 *C.de D.* 469, 476.

² Nous reviendrons plus en détails sur ces différents mécanismes de contrôle dans le chapitre préliminaire du présent document.

³ À titre d'illustration de ceci, nous n'avons qu'à penser aux conséquences importantes qu'a eues la débâcle financière de certaines grandes sociétés états-uniennes, dont Enron, Tyco et WorldCom sur l'évolution des mécanismes de gouvernance et sur l'encadrement des sociétés ouvertes au début des années 2000. En effet, ces cas désormais tristement célèbres, ainsi que les défaillances relevées par la suite dans la régie de différentes sociétés ouvertes partout dans le monde ont eu pour effet d'intensifier la production d'études en lien avec les différents mécanismes de surveillance des dirigeants et des administrateurs, et de mettre en lumière l'existence de certaines lacunes au sein des systèmes de gouvernance existants ainsi que l'insuffisance de la théorie de l'efficacité des marchés pour assurer une protection adéquate de droits des actionnaires. Plus récemment, nous pouvons nous référer à la crise liée au papier commercial adossé à des actifs (PCAA). Roberta S. KARMEL, "Should a Duty to the Corporation Be Imposed on Institutional Shareholders?", (2004-2005) 60 *Bus. Law* 1, 2.

révision du modèle décisionnel régissant les rapports entre le pouvoir et le financement⁴. Dans le spectre des mécanismes de gouvernance ayant été proposés comme solution de rechange, le rôle du pouvoir disciplinaire des actionnaires institutionnels a fait l'objet d'une attention particulière⁵.

Si cette attention n'est pas nouvelle⁶, elle semble néanmoins avoir acquis une toute nouvelle pertinence. En effet, on ne peut que constater la puissance économique et le rôle important qu'occupent les différents investisseurs institutionnels au Canada. Cette situation semble d'ailleurs s'être accompagnée d'une prise de conscience par ces derniers de leur pouvoir d'influence en lien avec le processus décisionnel des sociétés dans lesquels ils détiennent des parts.

⁴ Lucian A. BEBCHUK, "Letting Shareholders Set the Rules", (2006) 119 *Harv. L.Rev.* 1784; en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=891823>>; Lucian A. BEBCHUK, "The Case for Increasing Shareholder Power", (2005) 118 *Harv. L. Rev.* 833, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=631344>>.

⁵ L.A. BEBCHUK, "Letting Shareholders Set the Rules", préc., note 4; L.A. BEBCHUK, "The Case for Increasing Shareholder Power", préc., note 4; Stephen M. BAINBRIDGE, "Director Primacy and Shareholder Disempowerment", (2006) 119 *Harv. L.Rev.* 1735, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=808584>>; Stephen M. BAINBRIDGE, "Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance", (2003) 97 *Nw U.L.Rev.* 547, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=300860>>; Stephen M. BAINBRIDGE, "Investor Activism: Reshaping the Playing Field?", (14 mai 2008) UCLA School of Law, Law & Economics Research Paper No. 08-12, en ligne : SSRN <<http://ssrn.com/abstract=1130969>>; Iman ANABTAWI, "Some Skepticism about Increasing Shareholder Power", (2006) 53 *UCLA L.Rev.* 1, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=783044>>; Gérard J. CHARREAUX, « Au-delà de l'approche juridico-financière : le rôle cognitif des actionnaires et ses conséquences sur l'analyse de la structure de propriété et de la gouvernance », (juillet 2002) Université de Bourgogne – Fargo Working Paper No. 020701, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=486502>> or doi:10.2139/ssrn.486502>; Stuart L. GILLAN et Laura T. STARKS, "Corporate Governance Proposals and Shareholder Activism: The Role of Institutional Investors", (2000) 57 *Journal of Financial Economics* 275; et Patrick LEDOUX, *Le droit de vote des actionnaires*, tome 379, Paris, L.G.D.J., 2002.

⁶ Ce sujet a notamment fait l'objet de nombreux textes dans les années 1990, ainsi qu'au début des années 2000. Pensons notamment aux textes de Bernard S. BLACK, "Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice", (1991-1992) 39 *UCLA L. Rev.* 811, Bernard S. BLACK, "Shareholder Passivity Reexamined", (1991) 89 *Mich. L. Rev.* 520, Bernard S. BLACK, "The Value of Institutional Investor Monitoring: The Empirical Evidence", (1991-92) *UCLA L. Rev.* 895, ou encore à ceux de Raymonde CRÊTE et Stéphane ROUSSEAU, « De la passivité à l'activisme des investisseurs institutionnels au sein des corporations : le reflet de la diversité des facteurs d'influence », (1997) 42 *R. D. McGill* 863, Katherine E. MONTGOMERY, "Market Shift – The Role of Institutional Investors in Corporate Governance", (1996) 26 *Can. Bus. L.J.* 189, Jeffrey G. MacINTOSH, "The Role of Institutional and Retail Investors in Canadian Capital Markets", (1993) 31 *Osgoode Hall L. J.* 371.

Or, malgré la valeur apparente d'un plus grand activisme actionnarial afin d'assurer une meilleure surveillance de l'exercice du pouvoir des dirigeants, la promotion de ce mécanisme de contrôle doit toutefois être accompagnée d'une réflexion sur sa contribution et sur sa place parmi les autres mécanismes de gouvernance. En effet, si les actionnaires institutionnels forment un maillon important du système de gouvernance canadien, rares sont ceux qui ont tenté de comprendre leur pertinence en lien avec les autres mécanismes qui composent le système de gouvernance, particulièrement dans un contexte où les sociétés possèdent un actionnariat concentré, comme c'est le cas au Canada.

Afin de participer à cette analyse des questions entourant l'activisme actionnarial, la présente étude s'attachera spécifiquement aux impacts de l'exercice d'un contrôle direct par les actionnaires institutionnels ainsi qu'à l'effet de leur présence sur les autres mécanismes de gouvernance dans un contexte où la structure de l'actionnariat est concentrée. En effet, lorsque l'actionnariat est concentré entre les mains d'un actionnaire ou d'un groupe d'actionnaires importants, ces derniers peuvent faire usage du contrôle de fait ou de droit qu'ils exercent sur la société pour coopter les dirigeants afin que ces derniers privilégient des décisions favorables à leurs intérêts ou négligent leurs obligations envers la société à leur avantage. Cette situation, qui accroît le risque d'expropriation des actionnaires minoritaires, rend nécessaire l'adoption de mécanismes de gouvernance singuliers afin de surveiller les dirigeants ainsi que les actionnaires de contrôle⁷.

⁷ Par exemple, MacIntosh croit que la présence d'un actionnaire de contrôle ne réduit pas la pertinence des interventions des investisseurs institutionnels en matière de surveillance et de contrôle : « Where the controlling shareholder has de jure control (i.e., controls 50.1% of the votes) it will not be possible for institutional shareholders to prevent the controller from doing anything that may be done by ordinary resolution (i.e., by a simple majority). Since directors are elected by ordinary resolution, this would initially appear to greatly attenuate the incentives of institutional shareholders to engage in monitoring. This initial impression is incorrect. Since there is a heightened probability of attempts to redistribute from minority to controller, institutions have an incentive (abstracting away from free rider problems noted above) to monitor for attempts by the controller to redistribute wealth to itself at the expense of minority. This incentive is not defeated by the fact that the controller can pass an ordinary

Dans ce cadre, tel que nous le verrons, les investisseurs institutionnels sont une composante essentielle du système de gouvernance des sociétés ouvertes canadiennes puisqu'ils contribuent de manière importante au bon fonctionnement de ces derniers et qu'ils les complètent. En ce sens, nous croyons qu'ils participent au développement de marchés financiers performants et au maintien de la confiance des actionnaires minoritaires envers les sociétés ouvertes.

Le concept d'optimalité en lien avec la gouvernance d'entreprise mérite d'être précisé ici puisqu'il permet de comprendre toute la pertinence de la présente étude. Tout d'abord, rappelons que l'optimalité d'un choix de gouvernance constitue un concept évolutif influencé par la société elle-même ainsi que par le milieu économique et réglementaire changeant dans lequel elle doit poursuivre ses activités. Bien qu'elle constitue un concept abstrait difficilement quantifiable, l'optimalité des mécanismes de gouvernance proposés s'évalue en lien avec la création de valeur pour la société et ses actionnaires. En ce sens, on pourra dire qu'un mécanisme de gouvernance est optimal lorsqu'il permet une réduction optimale des coûts liés à l'adoption de comportements opportunistes par les dirigeants et les actionnaires de contrôle. Or, concrètement, si l'évaluation de la valeur individuelle des différents mécanismes de gouvernance s'avère difficile, voire impossible, à effectuer, il demeure néanmoins possible d'apprécier certains de leurs effets sur la performance des sociétés. D'ailleurs, plusieurs mécanismes de gouvernance ont fait l'objet de ce type d'étude d'incidence⁸.

resolution unopposed. The CBCA, and similar statutes routinely require a special resolution (two-thirds of all shares voted) for the adoption of corporate fundamental changes. Thus, at least acting collectively, institutions may possess a power of negative control; that is, the power to defeat a special resolution. » Jeffrey G. MacINTOSH, "Institutional Shareholders and Corporate Governance in Canada", (1995-1996) 26 *Can. Bus. L.J.* 145, 171-172.

⁸ À titre d'illustration, nous pouvons notamment penser aux études ayant examiné le rôle du conseil d'administration indépendant, le rôle du comité d'audit, le rôle de l'environnement légal et réglementaire, du marché des biens et des services, ou encore le rôle des marchés financiers. Sanjai BHAGAT et Bernard S. BLACK, "The Uncertain Relationship between Board Composition and Firm Performance", (1999) 54 *Business Lawyer* 921; Rafael LA PORTA et al., "Investor Protection and Corporate Governance", (2000) 58 *J. Fin. Econ.* 3;

Afin d'effectuer cette analyse de la réalité canadienne actuelle et de ses caractéristiques économiques et réglementaires, nous aurons notamment recours à des textes doctrinaux et à diverses recherches empiriques en provenance des États-Unis, et cela, malgré l'existence de différences notoires entre les deux systèmes juridiques. Ce choix se justifie, d'une part, par la paucité des études canadiennes récentes ayant trait à l'activisme actionnarial⁹, à la gouvernance et au partage des pouvoirs entre les dirigeants et les actionnaires, et, d'autre part, par le fait que la législation et la jurisprudence canadiennes sur les sociétés et le rôle de l'actionnariat s'inspirent en grande partie des précédents américains, ce qui donne aux deux voisins des assises juridiques similaires¹⁰. Les deux pays possèdent également le même régime de common law anglais (exception faite du Québec) et des régimes similaires en matière de communication de l'information financière et de protection des droits des actionnaires¹¹. Néanmoins, malgré les similitudes entre les deux régimes, nous prenons acte du fait qu'il y a des différences majeures entre la structure du marché états-unien et celle existant au Canada et demeurons conscients des

Olivier D. HART, "The Market Mechanism as an Incentive Scheme", (1983) 14 *Bell Journal of Economics* 366; Stanford J. GROSSMAN et Olivier D. HART, "Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation", (1980) 11 *Bell Journal of Economics* 42.

⁹ Par ailleurs, les études précédemment menées au Canada datent et conséquemment ne prennent pas en considération certains changements réglementaires ou économiques importants qui se sont produits dans les dernières années. On peut notamment penser aux travaux effectués par J.G. MacINTOSH, préc., note 7; R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 6; et K.E. MONTGOMERY, préc., note 6, qui ont été effectués dans un contexte économique et réglementaire qui a subi certains changements. Or, l'existence de ces différences risque d'entraîner certaines transformations dans l'attitude des actionnaires en ce qui a trait notamment à leur manière d'exercer leur droit de vote. En effet, tel que Morgan et Wolf le soulignaient : « A difference in the governance environments could lead to a difference in what shareholders view to be important and the differing attitude may affect how shareholders of Canadian firms exercise their proxy voting rights. Angela MORGAN et Jack WOLF, "Approval of Shareholder-sponsored proposals: Evidence from Canada", (2007) 16 *International Review of Financial Analysis* 136, 140.

¹⁰ Michael R. KING et Éric SANTOR, « Valeurs familiales : structure de l'actionnariat, rentabilité et structure du capital des entreprises canadiennes », *Revue du système financier*, (juin 2008), p. 95, à la page 95, en ligne : <http://www.bankofcanada.ca/fr/rsf/2008/rsf_0608.pdf>; Francis H. BUCKLEY, "The Canadian Keiretsu", (1997) 9 *Journal of Applied Corporate Finance* 46.

¹¹ M.R. KING et É. SANTOR, préc., note 10, p. 95; Rafael LAPORTA, Florencio LOPEZ-DE-SILANES, Andrei SHLEIFER et Robert W. VISHNY, "Law and Finance", (1998) 106 *Journal of Political Economy* 1113.

distinctions qui doivent être faites et de l'attention particulière qu'entraîne ce choix¹².

Par ailleurs, afin de répondre à ces questions et d'étayer notre réflexion, nous aurons recours à diverses abstractions et concepts économiques qui se veulent autant de modèles utiles pour saisir ou prédire le comportement d'un ensemble d'individus ainsi que l'impact des règles de gouvernance actuelle ou projetée. Ce choix, bien imparfait, nous a semblé aller de soi considérant que cet ensemble conceptuel a sans contredit largement laissé sa marque sur l'ensemble du droit des sociétés et qu'il représente sans aucun doute le cadre théorique prépondérant en droit des affaires, tant au Canada que partout dans le monde.

De même, nous reconnaissons que la théorie de l'analyse économique du droit n'est pas complète, ni totalement exacte et nous admettons qu'elle ne fournit qu'une explication partielle du comportement adopté par les différents acteurs. Néanmoins, ces lacunes ne constituent aucunement, selon nous, un motif d'exclusion de cette théorie qui constitue une base d'analyse intéressante pour comprendre le fonctionnement des sociétés ouvertes et de ses divers participants même si elle ne permet pas de comprendre parfaitement tout son fonctionnement.

Tel que le rappelait le professeur Bainbridge : « A theory is properly judged by its predictive power with respect to the phenomena it purports to explain, not by whether it is a valid description of an objective reality. [...] As such, the relevant question to ask about the assumptions of a theory is not whether they are descriptively realistic, for they never are, but whether they

¹² Notamment, nous prendrons en considération le fait que le risque d'expropriation des actionnaires minoritaires est plus important en territoire canadien et que le type d'abus dont ils sont susceptibles de faire l'objet est de nature différente.

are sufficiently good approximations for the purpose in hand¹³. » Conséquemment, si nous concédons que l'analyse économique du droit ne constitue pas un outil exact pour analyser l'ensemble des situations relatives au droit des sociétés, nous considérons qu'elle donne néanmoins un éclairage particulier à de nombreux éléments constituant ce domaine du droit¹⁴ et qu'elle présente une méthode explicative nous permettant de mieux saisir certaines situations observées.

Dans ce cadre, il semble toutefois nécessaire de préciser certains des apriorismes liés à cette préférence. Tout d'abord, l'analyse économique cherche à comprendre les décisions des individus (dont les actionnaires pris individuellement) afin d'en comprendre les choix¹⁵. Cet examen s'effectue en s'appuyant sur l'hypothèse que les gens sont rationnels dans leur processus décisionnel, et qu'ils agissent de manière à maximiser leur bien-être personnel à la suite d'une évaluation de la rentabilité économique du geste à être posé¹⁶. Ainsi, lorsque les coûts estimés surpassent les bénéfices découlant d'un geste, ces êtres rationnels privilégieront normalement une attitude passive. Par ailleurs, l'atteinte de ce bien-être personnel ne s'effectue pas seulement par la recherche d'un bien-être pécuniaire, mais également par la satisfaction ou le respect de différents principes ou guides. À titre d'illustration, pensons notamment à l'aversion au risque qui peut guider les choix qu'effectuera un individu ou encore au respect d'un certain

¹³ Stephen M. BAINBRIDGE, *Corporation Law and Economics*, New York, Foundation Press, 2002, p. 23-24.

¹⁴ Ainsi, parce que ces présuppositions n'ont pas toujours de résonance dans le monde réel, les personnes qui liront les lignes qui suivent doivent comprendre que les références à l'analyse économique n'agissent pas comme des règles absolues ou normatives, mais plutôt comme des guides pour comprendre (un appareil conceptuel qui permet d'analyser et de comprendre) les problèmes découlant du système légal actuel encadrant les sociétés ouvertes. Brian R. CHEFFINS, "An Economic Analysis of the Oppression Remedy: Working Towards a More Coherent Picture of Corporate Law", (1990) 40 *U. Toronto L.J.* 775, 788.

¹⁵ Ejan MACKAAY et Stéphane ROUSSEAU, *Analyse économique du droit*, 2^e éd., Montréal, Éditions Thémis, 2008, p. 6-7.

¹⁶ S.M. BAINBRIDGE, préc., note 13, p. 23; Stephen M. BAINBRIDGE, "Why a Board? Group Decision Making in Corporate Governance" (2002) 55 *Vanderbilt L. Rev.* 1, 2, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=266683>>; E. MACKAAY et S. ROUSSEAU, préc., note 15, p. 27 et suiv.

sens de l'équité qui limitera dans certains cas les gestes qu'il sera prêt à poser¹⁷. En outre, loin de prétendre à la perfection des différents acteurs, l'analyse économique prend acte du fait que la rationalité de ces derniers est limitée par différentes contraintes cognitives qui entraînent souvent des décisions qui n'atteignent pas l'objectif initial ou n'assurent pas l'efficacité souhaitée et que leur processus décisionnel sera fréquemment influencé par le contexte particulier dans lequel ces derniers se trouvent. Par exemple, ce constat aura des répercussions sur la manière de concevoir la réaction de particuliers lorsqu'ils feront partie d'un groupe, comme une société, et qu'ils seront appelés à prendre une décision puisqu'il faudra, dans ce contexte, prendre en considération les problèmes d'action collective découlant de la présence de plusieurs individus.

Outre les individus ou les actionnaires, la société, qui constitue un concept déterminant pour l'analyse envisagée ici, a également été placée sous la loupe de l'analyse économique¹⁸. Selon cette dernière¹⁹, la société est une fiction légale qui encadre un réseau de contrats (*nexus*)²⁰ qui sont différents

¹⁷ S.M. BAINBRIDGE, préc., note 13, p. 23.

¹⁸ Afin de mieux comprendre l'interaction entre cette théorie explicative de la société et le rôle qui est attribué aux actionnaires, nous reviendrons sur cette dernière dans le cadre du Chapitre préliminaire.

¹⁹ Cette perception économique de ce qu'est la société, élaborée il y a près de 80 ans par le nobélisé Ronald Coase, a pris une telle importance qu'elle constitue actuellement la conception théorique dominante en droit des sociétés. En effet, la théorie de la firme, exposée par Coase en 1937 dans un texte qui fait maintenant école, a donné ouverture à une littérature importante portant sur la raison d'être de la société, ainsi que sur ses caractéristiques. Depuis le début des années 1970, le principal courant littéraire a décrit la société comme un réseau de contrats entre les fournisseurs d'actifs divers : capital, financement par emprunt, main-d'œuvre, matériaux, etc. Ronald COASE, "The Nature of the Firm", (1937) 4 (n.s.) *Economica* 386; Stephen M. BAINBRIDGE, "The Board of Directors as Nexus of Contracts", (2002-2003) 88 *Iowa L. Rev.* 1, 9.

²⁰ Brian R. CHEFFINS, *Company Law, Theory, Structure and Operation*, Oxford, Oxford University Press, 1997, p. 31 et suiv. La législation canadienne encadrant les sociétés par actions dont la *Loi canadienne sur les sociétés par actions*, L.R.C., c. C-44 (ci-après « Loi canadienne sur les sociétés par actions » ou « L.c.s.a. ») s'appuie sur cette vision contractuelle de la société (théorie du réseau de contrat). Raymonde CRÊTE et Stéphane ROUSSEAU, *Droit des sociétés par actions*, 2^e éd., Éditions Thémis, 2008, p. 61-62 et 70 et suiv. À titre d'illustration, pour les membres du comité Dickerson, le rôle de la loi sur les sociétés était celui de faciliter la tâche des différents acteurs souhaitant former et organiser une société en leur fournissant un modèle calqué sur leurs besoins. Stéphane ROUSSEAU, "Canadian Corporate Governance Reform: In Search of a Regulatory Role for Corporate

et présumément plus efficaces que les contrats qui seraient normalement conclus sur le marché²¹. En ce sens, plusieurs économistes voient le rôle du droit des sociétés comme en étant un de facilitateur à la conclusion de transactions contractuelles²². Cette vision, qui embrasse l'hétérogénéité des sociétés canadiennes ainsi que la variété des attentes des acteurs qui les composent, privilégie une approche moins directrice et davantage axée sur une mise en œuvre diversifiée des règles au sein des sociétés plutôt qu'une approche obligatoire et uniforme.

Dans ce contexte, le droit facilite les échanges entre les parties en leur fournissant un contrat type et en portant à leur attention les éléments sur lesquels il peut y avoir une négociation (dispositions impératives versus dispositions supplétives)²³. Selon cette approche, les parties ont la possibilité d'intégrer les dispositions statutaires ou d'établir d'autres règles du jeu si les dispositions proposées sont supplétives. De ce fait, de manière prévisible, lorsque le modèle proposé par la législation applicable correspond aux aspirations des parties, ces dernières privilégient cette option étant donné l'économie de temps et de coûts que cela représente. Dans ce cadre, le droit doit idéalement correspondre le plus possible aux attentes des parties et favoriser le meilleur intérêt de l'ensemble des participants afin d'encourager l'incorporation de nouvelles sociétés à moindres coûts et, ainsi, de stimuler l'économie.

Law", dans Janis SARRA (éd.), *Corporate Governance in Global Capital Markets*, Vancouver, UBC Press, 2003, p. 3, à la page 5.

²¹ B.R. CHEFFINS, préc., note 14, 784. Bien que certains aient fait valoir que les actionnaires ne concluent pas réellement d'ententes et qu'ils ne possèdent pas de pouvoir de négociation leur permettant de favoriser certains termes plutôt que d'autres, la théorie du réseau de contrat prévaut actuellement. Victor BRUDNEY, "Corporate Governance, Agency Costs, and the Rhetoric of Contract", (1985) 85 *Colum. L.Rev.* 1403, 1411-14, 1424, 1437; Melvin A. EISENBERG, "The Structure of Corporation Law", (1989) 89 *Colum. L.Rev.* 1461, 1474-1480.

²² S. Ramakrishna VELAMURI et Sankaran VENKATARAMAN, "Why Stakeholder and Stockholder Theories are not Necessarily Contradictory: A Knightian Insight", (2005) 61 *Journal of Business Ethics* 249, p. 1 de la version en ligne, en ligne: <<http://ssrn.com/abstract=875810>>.

²³ E. MACKAAY et S. ROUSSEAU, préc., note 15, p. 503.

Ces quelques précisions étant apportées, nous croyons nécessaire, afin de porter un regard éclairé sur la structure de gouvernance qui prévaut au Canada, de nous attarder dans un premier temps aux différents mécanismes de gouvernance qui contribuent au bon fonctionnement des sociétés ouvertes ainsi qu'à la place que l'on reconnaît aux actionnaires parmi ces mécanismes disciplinaires (Chapitre préliminaire). Cette analyse préalable devrait nous permettre une meilleure compréhension du pouvoir de surveillance et de contrôle que le droit confie actuellement aux actionnaires en comparaison avec l'exercice du pouvoir décisionnel des administrateurs et dirigeants (Partie I).

Enfin, cet examen devrait nous fournir les outils nous permettant de mieux appréhender le phénomène de l'activisme actionnarial au Canada ainsi que les changements observés dans les dernières années et de mettre en exergue les avantages et dangers de l'influence exercée par ces derniers (Partie II).

CHAPITRE PRÉLIMINAIRE : LA NATURE DE L'ACTIONNARIAT DANS LE CONTEXTE CANADIEN – UN APERÇU THÉORIQUE ET PRATIQUE

La plupart des pays, dont le Canada, possèdent des règles qui accordent des pouvoirs d'importance et de nature variées aux actionnaires, dont le plus significatif est sans doute celui qui leur permet d'exprimer leur volonté en exerçant le droit de vote rattaché aux titres qu'ils détiennent à l'égard de certaines questions²⁴. Or, malgré le consensus qui semble exister sur la nécessité de conférer certains droits aux actionnaires, il nous semble nécessaire de s'attarder sur les justifications de cette attribution de pouvoirs.

Cette réflexion, qui constitue l'amorce de toutes discussions sur l'activisme actionnarial, pose principalement deux questions. La première consiste à déterminer pourquoi les actionnaires constituent la seule partie prenante à détenir le pouvoir de se prononcer de façon limitée sur le sort de la société, tandis que la deuxième vise à comprendre quelle est la contribution des actionnaires à la structure de gouvernance existante²⁵. C'est à ces interrogations que nous tenterons de répondre dans la première partie du présent chapitre en ayant recours à différentes perspectives théoriques, certes imparfaites, mais constituant toutefois des modèles explicatifs généralement admis.

Par ailleurs, la reconnaissance du rôle que peuvent jouer les actionnaires pour assurer une saine gouvernance d'entreprise appelle naturellement deux autres questions : souhaitent-ils occuper cette place et dans quelle

²⁴ Henry HANSMANN et Reinier KRAAKMAN, "What is Corporate Law?", dans Reinier R. KRAAKMAN, Paul DAVIES, Henry HANSMANN, Gerard HERTIC, Klaus J. HOPT, Hideki KANDA et Edward B. ROCK, *The Anatomy of Corporate Law – A Comparative and Functional Approach*, Oxford University Press, 2004, p. 1, à la page 2.

²⁵ Frank H. EASTERBROOK et Daniel R. FISCHER, "Voting in Corporate Law", (1983) 26 *J. L. & Econ.* 395, 398 et 399.

mesure peuvent-ils assumer ce rôle? Dans un contexte où les actionnaires individuels ont largement laissé leur place aux actionnaires institutionnels et où, conséquemment, les titres en circulation sont largement détenus par ces derniers, il s'avère utile, afin de répondre à ces interrogations, d'étudier le paysage actionnarial canadien afin de mieux en comprendre la nature et le fonctionnement. Conséquemment, c'est à cette analyse que nous nous prêterons dans la deuxième partie du présent chapitre.

1. Le rôle des actionnaires dans la gouvernance des sociétés canadiennes

Selon la théorie de l'agence²⁶, les dirigeants d'une société, qui se sont vus déléguer par les actionnaires le pouvoir d'administrer la société en leur nom²⁷ et dans leurs intérêts, sont les « agents » ou les « délégués » de ces derniers²⁸. Si cette spécialisation des fonctions²⁹ permet aux

²⁶ Dans le jargon des économistes, il y a un conflit d'agence lorsque la situation d'une partie, le mandant, dépend des gestes posés par une autre partie, le mandataire. Le problème découle du manque de motivation du mandataire à remplir ses obligations dans l'intérêt du mandant plutôt que de tenter de tirer profit de la situation dans son propre intérêt. Cette définition de ce que constitue un problème d'agence vise un large éventail de situations, y compris celles qui ne seraient pas normalement qualifiées de mandats en vertu du droit civil ou de la common law. Henry HANSMANN et Reinier KRAAKMAN, "Agency Problems and Legal Strategies", dans Reinier KRAAKMAN et al., *The Anatomy of Corporate Law – A Comparative and Functional Approach*, New York, Oxford University Press, 2004, p. 21; Michael C. JENSEN et William H. MECKLING, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", (1976) 3 *Journal of Financial Economics* 305; p. 5, en ligne : <<http://www.sfu.ca/~wainwrig/Econ400/jensen-meckling.pdf>> définissent les relations où il y existe des problèmes d'agence de la manière suivante : « We define an agency relationship as a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent. If both parties to the relationship are utility maximizers, there is good reason to believe that the agent will not always act in the best interests of the principal. » Voir également, E. MACKAAY et S. ROUSSEAU, préc., note 15, p. 68-69 et 474 et suiv.

²⁷ Cette idée découle de la théorie du réseau de contrats qui présuppose une délégation de pouvoir à une autorité en charge de la gestion de l'ensemble des ententes. Nous reviendrons plus en détail sur ce cadre d'analyse dans la prochaine section.

²⁸ Cette vision semble actuellement dominer le débat portant sur la gouvernance d'entreprise. À ce sujet, voir notamment : Margaret M. BLAIR et Lynn A. STOUT, "A Team Production Theory of Corporate Law", (1999) 85 *Va. L. Rev.* 247, 248; Usha RODRIGUES, "Let the Money Do the Governing: The Case for Reuniting Ownership and Control", (2003-2004) 9 *Stan. J.L. Bus. & Fin.* 254, 258; F.H. EASTERBROOK et D.R. FISCHER, préc., note 25; B.S. BLACK, "Shareholder Passivity Reexamined", préc., note 6; Eugene F. FAMA et

actionnaires de diversifier leurs investissements et de réduire l'importance du risque qu'ils supportent tout en s'assurant que la responsabilité d'administrer les affaires de la société est confiée à des personnes qui possèdent les compétences requises pour accomplir cette tâche³⁰, elle donne également ouverture à un risque d'abus³¹. En effet, comme dans la plupart des relations contractuelles où il y a une délégation du pouvoir décisionnel, la division qui est créée entre ceux qui détiennent un intérêt économique dans la société (que l'on nomme fréquemment « propriétaires », c.-à-d. les actionnaires ou les commettants) et ceux qui contrôlent la société (les agents ou les dirigeants) donne ouverture à un risque d'opportunisme³². Cet état de fait, qui s'explique notamment de par les intérêts divergents des commettants et des agents et qui donnent ouverture à des cas d'abus³³, est communément qualifié par les économistes de problème d'agence³⁴.

Michael C. JENSEN, "Separation of Ownership and Control", (1983) 26 *J. L. & Econ.* 301; Kathleen M. EISENHARDT, "Agency Theory: An Assessment and Review", (1989) 14 *Academy of Management Review* 57; E. MACKAAY et S. ROUSSEAU, préc., note 15, p. 494.

²⁹ Popularisée par Berle et Means en 1932 dans leur célèbre ouvrage *The Modern Corporation and Private Property*, la théorie postulant la séparation entre le pouvoir décisionnel et la propriété des titres au sein de la société constitue un thème central dans l'étude des sociétés modernes.

³⁰ En effet, tel que le soulignent Mackaay et Rousseau, l'augmentation de l'envergure et de la complexité des activités économiques des sociétés s'accompagne généralement d'une séparation des fonctions de direction et de propriété des actions qui permet une spécialisation des fonctions. Dans ce cadre, les actionnaires n'assument que le rôle d'investisseurs en confiant à des gens plus qualifiés la bonne gestion de la société. d'Adolf A. BERLE et Gardiner C. MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, New York, MacMillan, 1933; E. MACKAAY et S. ROUSSEAU, préc., note 15, 493.

³¹ Jacob S. ZIEGEL, Ronald J. DANIELS, Jeffrey G. MacINTOSH et David L. JOHNSTON, *Cases and Materials on Partnerships and Canadian Business Corporations*, 3^e éd., vol. 1, Scarborough, Carswell, 1994, p. 391.

³² C'est la moindre importance de l'investissement des dirigeants dans la société (en comparaison avec celui des actionnaires) qui entraîne cette divergence d'intérêt. « Their private interests might provide them with an incentive to engage in empire-building, take excessive compensation, enjoy excessive perks, pursue pet projects, elevate cronies, refuse to accept beneficial acquisition offers, remain in power too long, and so forth. » *Id.*, p. 390; E. MACKAAY et S. ROUSSEAU, préc., note 15, p. 494.

³³ Ces gestes opportunistes peuvent prendre la forme de tricherie, de négligence et même d'une erreur commise par inadvertance. S.M. BAINBRIDGE, préc., note 13, p. 36.

³⁴ Cette vision, qui est à la base de la théorie des coûts d'agence et qui possède une influence indéniable sur le droit corporatif que l'on connaît, prend notamment sa source dans les travaux d'A.A. BERLE et G.C. MEANS, préc., note 29, p. 6; d'autres auteurs se

Cette situation est notamment rendue possible par la position privilégiée qu'occupent les agents qui leur permet d'accéder à davantage d'informations que les commettants. L'existence de cette asymétrie informationnelle complexifie la surveillance des commettants qui peuvent plus difficilement s'assurer que le mandat confié aux agents est réellement exécuté dans leurs intérêts³⁵. Ces circonstances permettent aux agents d'agir de manière opportuniste en diminuant la qualité de leur performance, ou en s'appropriant indûment des ressources, ce qui signifie que la valeur des services rendus dans le cadre de leur mandat est réduite en raison de ce détournement de ressources ou encore de par les coûts de surveillance que doivent encourir les commettants pour s'assurer de l'exécution des obligations des agents³⁶.

Par ailleurs, dans le contexte d'une société ouverte, les dirigeants ne possèdent pas le même intérêt économique que les actionnaires dans la société³⁷, compte tenu du fait qu'ils ne supportent pas pleinement les coûts et les risques qui se rattachent à leurs décisions. Dans ces circonstances, ils sont normalement peu enclins à agir de manière à maximiser la valeur de la société et ils privilégient généralement les décisions stratégiques qui leur rapportent certains avantages personnels ou sociaux³⁸ plutôt que celles qui

sont par la suite penchés sur cette question, voir notamment Michael C. JENSEN et William H. MECKLING, "Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", (1976) 3 *J. Fin. Econ.* 305; S.M. BAINBRIDGE, préc., note 13, p. 10; Reinier KRAAKMAN et al., *The Anatomy of Corporate Law – A Comparative and Functional Approach*, New York, Oxford University Press, 2004; et Iman ANABTAWI, "Some Scepticism about Increasing Shareholder Power", ", (2006) 53 *UCLA L.Rev.* 1, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=783044>>.

³⁵ Dans ce cadre, plus grande sera la complexité de la tâche entreprise par l'agent, plus la discrétion que possède l'agent sera importante et conséquemment plus les coûts d'agence seront susceptibles d'être importants. H. HANSMANN et R. KRAAKMAN, préc., note 26, à la page 22.

³⁶ *Id.*, à la page 21.

³⁷ Soulignons que l'attribution d'actions de la société aux dirigeants dans le cadre de leur rémunération tente de remédier à ce problème en leur fournissant un intérêt économique comparable à celui des actionnaires.

³⁸ En l'absence de contraintes adéquates, les dirigeants peuvent adopter des comportements opportunistes en s'attribuant des salaires ou des avantages excessifs, en refusant des offres d'achat afin de se maintenir en poste, en effectuant des transactions d'initiés, en engageant des sommes importantes pour la constitution d'empires financiers,

favorisent uniquement les intérêts des actionnaires³⁹, ce qui entraîne également des coûts d'agence qui correspondent aux coûts engendrés par ces comportements opportunistes pour les actionnaires⁴⁰.

L'importance de ces coûts d'agence est susceptible de varier d'une société à l'autre puisqu'elle dépend des goûts des dirigeants, de l'aisance avec laquelle ils peuvent privilégier des décisions favorisant leurs propres intérêts en opposition avec des décisions qui privilégient l'intérêt de la société, ainsi que de l'importance des coûts de surveillance et de fidélisation (*bonding activities*) que doivent assumer les actionnaires pour limiter les comportements opportunistes⁴¹.

Les coûts d'agence varient également en fonction des coûts d'évaluation de la performance des dirigeants et, dans les cas où les dirigeants ne possèdent pas un intérêt important dans la société, du bon fonctionnement du marché de l'emploi et de la circulation de cette information sur leur performance à titre de dirigeants⁴². En effet, la présence d'autres dirigeants, qui peuvent éventuellement prendre la place des dirigeants qui choisissent

en attribuant des postes dans la direction de la société à des copains, ou encore en demeurant en poste. L.A. BEBCHUK, "The Case for Increasing Shareholder Power", préc., note 4, 850; Lucian A. BEBCHUK, "The Myth of the Shareholder Franchise", (2007) 93 *Virginia Law Review* 675; p. 105 de la version en ligne, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=952078>>.

³⁹ L.A. BEBCHUK, "The Case for Increasing Shareholder Power", préc., note 38, 850.

⁴⁰ Frank H. EASTERBROOK et Daniel R. FISCHER définissent les coûts d'agence comme étant: « The combination of monitoring, bonding, and residual costs. » Frank H. EASTERBROOK et Daniel R. FISCHER, "The Corporation Contract", (1989) 89 *Colum. L. Rev.* 1416, 1424; Fama et Jensen définissent les coûts d'agence ainsi: « Agency costs include the costs of structuring, monitoring, and bonding a set of contracts among agents with conflicting interests. Agency costs also include the value of output lost because the costs of full enforcement of contracts exceed the benefits » Bainbridge, pour sa part, définit les coûts d'agence de la manière suivante : « Agency costs are defined as the sum of the monitoring and bonding costs, plus any residual loss, incurred to prevent shirking by agents. » S.M. BAINBRIDGE, préc., note 19, 25; voir également S.M. BAINBRIDGE, préc., note 13, p. 27 et 207 et M.C. JENSEN et W.H. MECKLING, préc., note 26, p. 5-6 de la version en ligne.

⁴¹ M.C. JENSEN et W.H. MECKLING, préc., note 26; p. 33 et 34 de la version en ligne. "The existence and size of the agency costs depends on the nature of the monitoring costs, the tastes of managers for non-pecuniary benefits and the supply of potential managers who are capable of financing the entire venture out of their personal wealth."

⁴² *Id.*, p. 33 de la version en ligne.

d'adopter un comportement opportuniste, est susceptible de réduire les coûts d'agence qui sont supportés par les actionnaires⁴³ puisque l'importance de ces coûts est normalement directement liée à la difficulté de remplacer les dirigeants en place⁴⁴.

La théorie de l'agence prend, par ailleurs, une couleur particulière dans le marché canadien, caractérisé par la présence prédominante de société possédant un actionnariat concentré. Certes, si la principale préoccupation au sein des sociétés possédant un actionnariat dispersé découle du fait que les dirigeants possèdent généralement un intérêt limité pour les profits générés par la société⁴⁵, dans une société où l'actionnariat est concentré, le problème découle plutôt du risque d'opportunisme des actionnaires dominants⁴⁶. Lorsqu'un actionnaire possède une participation importante au sein d'une société, il est à même d'exercer une plus grande influence sur le conseil d'administration⁴⁷, accroissant ainsi sa capacité d'imposer ses préférences et de voir réaliser les projets qu'il souhaite mettre de l'avant⁴⁸, ce qui diminue par ailleurs l'effet disciplinaire du conseil d'administration⁴⁹.

⁴³ *Id.*

⁴⁴ *Id.*

⁴⁵ Et que dans ce contexte, ils se soucient davantage de leurs intérêts personnels.

⁴⁶ « The difference in ownership structure between Canadian and American firms is significant. Whereas share ownership in U.S. corporations is disperse, nucleate, and transient, ownership in Canadian corporations is highly concentrated – a small number of shareholders control a huge portion of traded equities. [...] Given the closely held nature of many Canadian corporations, Canada does not face as much the same problem of aligning managerial interests with those of shareholders as the U.S.; rather, the Canadian governance challenge is how to temper the alignment of managerial and controlling shareholder interest to the detriment of minority shareholders. » Jun YANG, Eric WANG et Yunbi AN, "An Empirical Analysis of Canadian Shareholder Proposals", 20 juillet 2009, p. 6, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=1510248>>.

⁴⁷ Ronald J. DANIELS et Randall MORCK, « Le défi posé par la régie des sociétés au Canada », dans Ronald J. DANIELS et Randall MORCK (dir.), *La prise de décision dans les entreprises au Canada*, Documents de recherche d'Industrie Canada, Calgary, University Press of Calgary, 1995, p. 3, à la page 14.

⁴⁸ En effet, les actionnaires de contrôle ne sont pas seulement actifs dans la sélection des administrateurs et dirigeants des sociétés ouvertes, ou dans l'exercice du droit de vote rattaché aux titres détenus, mais également dans l'exercice d'un contrôle direct des activités et de la gestion des sociétés. Puisque les actionnaires élisent les administrateurs et que les administrateurs choisissent les dirigeants, l'actionnaire de contrôle possède une influence indéniable sur les dirigeants en place, ce qui leur permet de dicter les grandes orientations de la société en privilégiant certaines transactions leur étant profitable. Janis SARRA, "The

Les coûts d'agence liés à l'opportunisme des actionnaires dominants découlent de diverses situations, que l'on peut regrouper sous deux formes principales. La première vise le transfert de ressources de la société à l'actionnaire de contrôle par le biais d'une fraude ou d'un vol alors que la deuxième forme vise plutôt les cas où l'actionnaire de contrôle tente d'accroître sa participation sans verser aucun actif tout en diminuant celle des actionnaires minoritaires⁵⁰. À titre d'illustration de ceci, on peut notamment mentionner le cas où un des dirigeants de la société, qui est également un actionnaire important, conserve sa position à long terme, et cela, même si sa performance est jugée insatisfaisante⁵¹, ou encore le cas où un dirigeant qui détient une large proportion des titres en circulation de la société reçoit un salaire qui dépasse les salaires qui sont considérés comme étant normaux au sein des sociétés faisant partie de la même industrie.

Ensuite, il y a les cas où un dirigeant qui est également un actionnaire exerçant un contrôle sur la société est en mesure de bloquer toutes tentatives de prise de contrôle, ce qui occasionne des coûts d'agence et affecte possiblement la performance de la société. De même, un actionnaire de contrôle peut conclure des ententes contractuelles avec la société afin, par exemple, d'obtenir le transfert de ressources à des tarifs avantageux (pour un prix qui est souvent inférieur à celui du marché)⁵² ou encore qui lui

Corporation as Symphony: Are Shareholders First Violin or Second Fiddle?", (2003) 36 *U.B.C.L. Rev.* 403. (p. 3 du document Internet); S. ROUSSEAU, préc., note 20, à la page 6; R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 20, p. 288; R.J. DANIELS et R. MORCK, préc., note 47, aux pages 14 et 15.

⁴⁹ R.J. DANIELS et E.M. IACOBUCCI, préc., note 1, à la page 83.

⁵⁰ Par exemple par l'émission de nouvelles actions afin de diluer la part d'actions détenues par les actionnaires minoritaires, en rachetant les titres détenus par les actionnaires minoritaires, par des transactions d'initiés, des acquisitions rampantes (*creeping acquisition*) ou d'autres transactions qui effectuent une discrimination en ce qui concerne les actionnaires minoritaires. Simon JOHNSON, Rafael LA PORTA, Florencio LOPEZ-DE-SILANES et Andrei SHLEIFER, « Tunnelling », janvier 2000, Harvard Institute of Economic Research Paper No. 1887, en ligne: <<http://ssrn.com/abstract=204868>>.

⁵¹ E. MACKAAY et S. ROUSSEAU, préc., note 15, p. 497.

⁵² J.G. MacINTOSH, préc., note 7, 155; Dirk SCHLIMM, Lisa MEZZETTI et Bernard S. SHARFMAN, "Corporate Governance and the Impact on it Imposed by a Controlling Shareholder", (2010) 18 *Corporate Governance Advisor* 1, 5, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=1494429>>; Simon JOHNSON, Rafael LA PORTA, Florencio

permet d'obtenir des garanties accordées sur les actifs de la société pour des prêts obtenus en sa faveur. Il y a également les cas où les détenteurs de blocs d'actions importants imposent leurs préférences personnelles, même si ces dernières sont contraires à celles des actionnaires minoritaires. Des investissements affectant négativement la valeur de la société, comme par exemple une prise d'expansion par le biais de fusions et d'acquisitions qui ne prendrait pas en considération les besoins réels de la société constitue une illustration de la manifestation de ces préférences personnelles⁵³.

Enfin, on trouve les cas où l'actionnaire de contrôle vend ses titres de contrôle pour un montant supérieur à leur valeur, ce qui intègre ainsi en partie la valeur des bénéfices de contrôle à venir dans le prix des actions (c.-à-d. la valeur des actions détenues par les actionnaires minoritaires plus la prime de contrôle). L'actionnaire de contrôle peut par ailleurs éliminer les actionnaires minoritaires de la société en effectuant un « freeze out » c'est-à-dire en rachetant les titres détenus par les minoritaires. En effet, théoriquement, les titres d'une société qui est sous le contrôle d'un ou plusieurs actionnaires se transigent au prix des actions détenues par les actionnaires minoritaires. Or, le prix de ces actions est normalement réduit du montant capitalisé des bénéfices privés liés au contrôle de la société. De ce fait, un « freeze out » qui est fait pour la valeur réduite des titres permet à

LOPEZ-DE-SILANES et Andrei SHLEIFER, "Tunnelling", janvier 2000, Harvard Institute of Economic Research Paper No. 1887, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=204868>>; E. MACKAAY et S. ROUSSEAU, préc., note 15, p. 496-497; Ronald J. GILSON et Jeffrey N. GORDON, "Controlling Controlling Shareholders", (2003-2004) 152 *U. Pa. L.Rev.* 785, p. 8 de la version en ligne, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=417181>>. À titre d'illustration de ce type de transaction visant le transfert de ressources d'une société à une autre, nous pouvons mentionner le cas de Parmalat. Il peut par exemple s'agir d'un transfert de valeur d'une société où l'actionnaire de contrôle ne détient qu'une faible proportion de l'encaisse vers une société où cet actionnaire détient une fraction plus importante des droits dans l'encaisse de la société. Ce transfert peut s'effectuer de plusieurs manières. Notamment, il peut se faire par la conclusion d'une transaction entre parties liées (transaction qui pourrait avoir lieu, par exemple, entre l'actionnaire de contrôle et un administrateur ou une partie liée à eux).

⁵³ Yves BOZEC et Richard BOZEC, "Ownership Concentration and Corporate Governance Practices : Substitution or Expropriation Effects?", (2007) 24 *Can. J. Adm. Sci.* 182, 184.

l'actionnaire de contrôle de récupérer la valeur capitalisée des bénéfices privés à venir⁵⁴.

Ces différentes formes d'expression du problème d'agence, qui sont susceptibles de survenir entre les actionnaires dominants et les actionnaires minoritaires⁵⁵, possèdent des répercussions importantes au Canada puisqu'environ 70 % des sociétés ouvertes au Canada sont sous le contrôle légal ou de fait d'une personne ou d'un petit groupe de personnes⁵⁶. Par ailleurs, cette situation est particulièrement préoccupante au Canada considérant le fait que les actionnaires de contrôle détiennent fréquemment des actions avec droits de vote multiple (*dual classes stock*)⁵⁷. Or, comme certains auteurs l'ont fait valoir, les coûts d'agence sont susceptibles d'être plus importants lorsque le nombre de votes pouvant être exercé est plus important que le nombre de titres détenus au sein d'une société, ceci étant facilité par le fait que les mécanismes de gouvernance mis en place sont moins efficaces⁵⁸.

Dans ce cadre, différents mécanismes de contrôle tentent d'assurer une surveillance de la direction des sociétés et des actionnaires les plus importants dans l'objectif de réduire ces deux types de coûts d'agence (1.2).

⁵⁴ R.J. GILSON et J.N. GORDON, préc., note 52, p. 5 de la version en ligne.

⁵⁵ *Id.* Dans ce deuxième type de problème d'agence, les actionnaires minoritaires sont les principaux délégataires et les actionnaires majoritaires sont les agents. La difficulté provient du risque que les premiers soient expropriés de leurs droits par les deuxièmes.

⁵⁶ J. SARRA, préc., note 48, p. 3 de la version en ligne. Une étude menée en 2000 auprès de 795 sociétés de l'indice boursier canadien TSE300 a conclu que 75 % de ces sociétés possédaient un actionnaire qui possédait plus de 10 % des titres avec droit de vote en circulation de la société, que 48 % de ces sociétés avaient un actionnaire qui détenait plus de 20 % des titres avec droit de vote en circulation, et que 23 % des sociétés comportaient un actionnaire majoritaire détenant plus de 50 % des titres. William M. MacKENZIE, "Out of Control", (2000) 12(6) *Corporate Governance Review* 1; J. YANG, E. WANG et Y. AN, préc., note 46, p. 6.

⁵⁷ Certaines statistiques récentes font valoir qu'alors qu'un peu plus de 80 % des sociétés canadiennes ont un actionnaire dominant, 40 % d'entre elles se caractérisent par une inégalité entre les droits de vote et les droits de propriété. Yves BOZEC, « Concentration de l'actionnariat, séparation des droits de vote et des droits de propriété et gestion des bénéfices : Une étude empirique canadienne », (2008) 25 *Rev. can. des sciences de l'administration* 67, 70.

⁵⁸ Y. BOZEC et R. BOZEC, préc., note 53, 184.

Parmi ces dispositifs de surveillance, le rôle attribué aux actionnaires est singulier (1.3) et se justifie à la lumière de certains arguments qui, bien que prépondérants dans la doctrine, sont néanmoins contestés (1.1).

1.1. La justification théorique de la participation et de la représentation des actionnaires au sein de la société

L'obligation imposant aux administrateurs et aux dirigeants un devoir d'agir dans le meilleur intérêt de la « société », que l'on retrouve notamment aux articles 122(1)(a) de la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* et 119 al. 2 et 3 de la *Loi sur les sociétés par actions* du Québec, a régulièrement été interprétée, tant par les juristes que les économistes, comme signifiant que la société doit être gérée dans l'intérêt de l'ensemble des actionnaires. Cette idée, qui prend racine dans l'interprétation classique de la théorie du réseau de contrats, peut *a priori* sembler contradictoire pour ceux qui connaissent les postulats de cette conception théorique⁵⁹.

Selon cette théorie, qui met l'accent sur les liens qui unissent les différents groupes de personnes qui, par leurs apports, permettent le fonctionnement de la société par actions, les actionnaires ne sont qu'un groupe sans statut préférentiel parmi l'ensemble des participants à ce réseau de contrats⁶⁰.

⁵⁹ Cette norme fut notamment énoncée dans la célèbre affaire *Dodge v. Ford Motor Co.*, 170 N.W. 668, 684 (Mich. 1919) : « A business corporation is organized and carried on primarily for the profit of the stockholders. The powers of the directors are to be employed for that end. The discretion of directors is to be exercised in the choice of means to attain that end, and does not extend to a change in the end itself, to the reduction of profits, or to the nondistribution of profits among stockholders in order to devote them to other purposes. »

⁶⁰ Cette théorie veut que la société est un ensemble de contrats établissant les modalités de fourniture et d'agencement des ressources, ainsi que la répartition des revenus générés par les biens et services produits. « The firm is just the set of contracts covering the way inputs are joined to create outputs and the way receipts from outputs are shared among inputs. » Eugene F. FAMA, "Agency Problems and the Theory of the Firm", (1980) 88 *Journal of Political Economy* 288, 291; E. MACKAAY et S. ROUSSEAU, préc., note 15, p. 467, 502-503. Andrew Keay résume la théorie du réseau de contrats de manière similaire : « The nexus of contracts metaphor for the company, provides, putting it succinctly, that the company is to be seen as nothing more than a number of complex, private consensual

Comme les autres parties à ce réseau, les actionnaires ne sont propriétaires que de la contrepartie dans l'entente qu'ils ont conclue⁶¹ et ne possèdent aucun droit ou pouvoir sur les autres contrats qui forment la société puisqu'ils n'en sont pas les propriétaires malgré la nature de leur contribution⁶². Or, malgré cette conclusion, les tenants de cette théorie en viennent généralement à la conclusion que les intérêts des actionnaires doivent occuper une place particulière pour que le réseau de contrats soit fonctionnel, puisqu'ils forment le seul groupe d'acteurs qui possède un intérêt à ce que la valeur de la société soit maximisée considérant leur statut de bénéficiaires résiduels⁶³.

Bien que généralement admise⁶⁴, cette conception a néanmoins fait l'objet de nombreuses critiques dans les dernières années, notamment par les défenseurs de la théorie des parties prenantes⁶⁵. Aux yeux de ces dissidents, les actionnaires ne devraient pas détenir un statut plus avantageux que celui des détenteurs d'obligations, des autres créanciers de la société, ou encore de celui des fournisseurs, des villes qui accueillent des

transactions or contract-based relations, either express or implied, and they consist of many different kinds of relations that are worked out by those voluntarily associated in a company. » Andrew KEAY, "Shareholder Primacy: Can it Survive? Should it Survive?", (2010) 7 *European Company and Financial L. Rev.* 369, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=1498065>>

⁶¹ « Because shareholders are simply one of the inputs bound together by this web of voluntary agreements, ownership is not a meaningful concept in nexus of contracts theory. Someone owns each input, but no one owns the totality. » S.M. BAINBRIDGE, préc., note 13, p. 28.

⁶² B.R. CHEFFINS, préc., note 14, 795.

⁶³ S.M. BAINBRIDGE, préc., note 13, p. 29; R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 20, p. 74.

⁶⁴ Henry HANSMANN et Reinier KRAAKMAN, "The End of History for Corporate Law", dans Jeffrey N. GORDON et Mark J. ROE (éd.), *Convergence and Persistence in Corporate Governance*, Cambridge, Cambridge University Press, 2004, p. 33, à la page 33.

⁶⁵ Au Canada, la théorie des parties prenantes a notamment pris de l'importance avec l'arrêt *Magasins à rayons Peoples inc. (Syndic de) c. Wise*, [2004] 3 R.C.S. 461. Voir sur ce sujet M.M. BLAIR et L.A. STOUT, préc., note 28, p. 2 de la version en ligne, Ian B. LEE, "Corporate Law and the Role of Corporations in Society: Monism, Pluralism, Markets and Politics", (2006) 85 *R du B. can.* 1, ainsi que S.R. VELAMURI et S. VENKATARAMAN, préc. note 22, p. 2 de la version en ligne. Cette vision, qui possède des fondements politiques et sociaux que nous n'avons pas l'habitude de rencontrer dans le monde des affaires et de l'économie, mérite néanmoins que l'on s'y attarde compte tenu de l'importance qu'elle a prise dans les dernières années.

sociétés ou des employés qui fournissent les ressources nécessaires au bon fonctionnement de l'entreprise, puisque ces parties prennent des risques économiques au même titre que l'ensemble des actionnaires. En ce sens, les tenants de la théorie des parties prenantes suggèrent que l'ensemble de ces collectivités a droit à une protection ou à des droits similaires à ceux consentis aux actionnaires et certains auteurs laissent même entendre que les intérêts des différentes parties prenantes devraient être au centre des intérêts de la société⁶⁶. Ainsi, ceux qui soutiennent cette vision prétendent que les dirigeants devraient prendre leur décision en tenant compte des intérêts de l'ensemble des individus ou des groupes qui peuvent affecter ou être affectés par la santé financière de la société⁶⁷ (incluant non seulement les parties ayant des réclamations financières à faire à la société, mais également les employés, les clients, la communauté, ainsi que les autorités gouvernementales)⁶⁸.

Alors, qui dit vrai? Pour répondre à cette question, soit celle de savoir pourquoi ce sont les actionnaires qui occupent le haut du pavé plutôt que les autres parties prenantes, il est nécessaire, dans le cadre d'une analyse économique, de se demander quel choix maximisera les ressources limitées de la société ou quel choix limitera les coûts d'agence liés à la gestion de la société. Dans ce cadre, certains ont fait valoir que les adeptes de la théorie des parties prenantes négligent le fait que les actionnaires sont les seules parties qui possèdent un droit résiduel indéterminé⁶⁹ dans les revenus et

⁶⁶ "The term "stakeholder" appears to have been invented in the early '60s as a deliberate play on the word "stockholder" to signify that there are other parties having a "stake" in the decision-making of the modern, publicly-held corporation in addition to those holding equity position." Kenneth E. GOODPASTER, "Business Ethics and Stakeholder Analysis", (1991) 1 *Business Ethics Quarterly* 53, 54.

⁶⁷ *Id.* Définition donnée par Freeman: « A stakeholder is an organization is (by definition) any group or individual who can affect or is affected by the achievement of the organization's objectives. »

⁶⁸ Michael J. JENSEN, "Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function", (2001) 14 *Journal of Applied Corporate Finance* 8, 9.

⁶⁹ Le cas où la société se trouve en situation de difficultés financières illustre bien qu'il est nécessaire que le droit de vote (ou le pouvoir discrétionnaire) relève du groupe qui détient un droit résiduel dans les biens de l'entreprise et confirme cette position des tenants de la

bénéfices de la société⁷⁰. Cette vision met de l'avant le fait que les actionnaires fournissent les capitaux nécessaires à la bonne marche de l'entreprise⁷¹ et qu'en contrepartie ils assument un risque de perte⁷², possèdent un droit aux dividendes versés et un droit résiduel dans les biens de la société au moment de la liquidation⁷³, ce qui, conséquemment, leur accorde un statut qui les différencie des autres parties prenantes.

En effet, cette place particulière qu'occupent les actionnaires crée chez ces derniers un intérêt économique et un incitatif unique qui les pousse à surveiller les dirigeants et les administrateurs afin qu'ils maximisent réellement la valeur de la société⁷⁴ puisque plus la valeur résiduelle est importante, plus la part qui leur revient au moment de la liquidation de la société l'est aussi⁷⁵. En ce sens, il existe une forte croyance selon laquelle

théorie de la primauté des actionnaires. En effet, dans ce contexte, les actionnaires ne possèdent plus l'intérêt nécessaire à la prise de décision, ni les incitatifs leur permettant d'intervenir dans la gestion de la société. Étant donné que les profits générés vont directement au paiement des différents créanciers de la société, les actionnaires bénéficiaires résiduels n'ont aucun intérêt direct à privilégier les décisions qui maximisent la valeur de la société. Ainsi, dans un contexte d'insolvabilité, la législation prévoit que les dirigeants seront redevables de leurs décisions non pas envers les actionnaires, mais plutôt envers les créanciers. F.H. EASTERBROOK et D.R. FISCHER, préc., note 25, 404.

⁷⁰ Un des principaux arguments en faveur de la théorie de la primauté des actionnaires relève d'une préoccupation à ce que la société soit administrée dans l'intérêt de ses bénéficiaires résiduel, à tout le moins lorsque la société est solvable.

⁷¹ N'est-il pas normal que des personnes (physiques ou morales) qui investissent des capitaux dans une aventure économique possèdent les moyens leur permettant de protéger leur investissement?

⁷² En effet, les décisions qui sont prises par les dirigeants d'une société se reflètent normalement dans le prix des actions s'échangeant sur le marché secondaire ainsi que sur les actions nouvellement émises sur le marché primaire. Ce sont donc les détenteurs de parts qui subissent directement l'impact des décisions prises.

⁷³ C.-à-d. qu'ils ne peuvent recevoir de bénéfices sur leur investissement qu'une fois que la société a satisfait à l'ensemble des obligations qu'elle possède envers les autres créanciers (employés, fournisseurs, etc.).

⁷⁴ Stephen M. BAINBRIDGE, *The New Corporate Governance in Theory and Practice*, New York, Oxford University Press, 2008, p. 50; A. KEAY, préc., note 60, p. 9 de la version en ligne; F.H. EASTERBROOK et D.R. FISCHER, préc., note 25, 403.

⁷⁵ Ce modèle de démocratie actionariale s'appuie sur l'idée que les personnes ou la collectivité qui possèdent un droit résiduel dans les bénéfices de la société sont les plus à même de superviser ou d'effectuer des choix de gestion puisqu'elles supportent le risque et subissent les effets économiques de leurs choix. James McCONVILL et Mirko BAGARIC, "Towards Mandatory Shareholder Committees in Australian Companies", (2004) 28 *Melb. U. L. Rev.* 125, 131; S.M. BAINBRIDGE, préc., note 13, p. 464 et 469; A. KEAY, préc., note 60, p. 9 de la version en ligne. Tant au Québec qu'au Canada, le législateur a traduit cette

les actionnaires qui tentent d'influencer la gouvernance des sociétés ouvertes dont ils détiennent les titres le font dans l'optique d'accroître la valeur de ces titres et conséquemment qu'ils agissent non seulement dans leur propre intérêt, mais également dans l'intérêt de la société et de l'ensemble de ses actionnaires. En effet, les défenseurs de la théorie de la primauté des actionnaires⁷⁶ considèrent que les actionnaires constituent le seul groupe pour qui une croissance de la valeur correspond généralement à une croissance corrélative de la richesse de l'ensemble des parties prenantes de la société.

Dans ce cadre, les tenants de la théorie de la primauté des actionnaires considèrent que ces derniers forment le groupe le mieux placé pour évaluer quelles sont les politiques de gestion qui seront les plus favorables et qui auront ultimement pour effet de maximiser la valeur de la société dans son ensemble. Ceci trouve son fondement dans l'idée que les intérêts de l'ensemble des actionnaires sont similaires (sinon identiques) et que de suite, les gestes bénéficiant à un actionnaire profitent à l'ensemble de la collectivité⁷⁷ puisque, tel que le rappelle le professeur Bainbridge : « a rising tide lifts all the boats⁷⁸ ». De ce fait, on considère généralement que les concessions effectuées par l'ensemble des parties prenantes au bénéfice des actionnaires sont pondérées par les bénéfices découlant d'une meilleure gestion de la société⁷⁹ puisque lorsque les administrateurs mettent en place des mesures visant à améliorer les conditions économiques de la société dans l'intérêt des actionnaires (par exemple, en diminuant les coûts de

perception par l'adoption d'une série de mécanismes de participation aux assemblées d'actionnaires annuelles et extraordinaires, sur leur droit de s'exprimer sur certaines décisions et sur leur pouvoir d'élire les administrateurs et l'auditeur.

⁷⁶ Pour les fins de la présente, l'expression « primauté des actionnaires » équivaut à la règle de la maximisation des intérêts des actionnaires laquelle implique que les biens de la société doivent être administrés dans leurs intérêts collectifs. Voir sur ce sujet le texte de Gordon D. SMITH, "The Shareholder Primacy Norm", (1998) 23 *J. Corp. L.* 277.

⁷⁷ Iman ANABTAWI et Lynn STOUT, "Fiduciary Duties for Activist Shareholders", (2008) 60 *Stan. L.Rev.* 1255, p. 18 de la version en ligne, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=1089606>>.

⁷⁸ S.M. BAINBRIDGE, préc., note 13, p. 22.

⁷⁹ A. KEAY, préc., note 60, p. 24 de la version en ligne.

production ou en augmentant les ventes), l'ensemble des parties prenantes en bénéficie, que ce soit par l'attribution de salaires plus élevés ou par le remboursement plus rapide des sommes dues aux prêteurs.

Les défenseurs de la théorie des parties prenantes voient toutefois les choses sous un angle différent. En effet, ils soulignent que cette façon de voir les choses, souvent axée sur une vision à court terme, retire les bénéfices de certaines parties prenantes pour les transférer aux actionnaires (par exemple, en fermant une usine moins productive ou en réduisant le nombre d'employés afin de maximiser la valeur dans l'intérêt des actionnaires et d'accroître le prix des actions). Par ailleurs, la vision à court terme plus risquée, souvent préconisée par les actionnaires, nuit, selon ces derniers, à la croissance à long terme du capital de la société et conséquemment à la croissance de la richesse collective⁸⁰.

Or, force est de reconnaître que les actionnaires ne possèdent pas toujours les mêmes objectifs ou les mêmes intérêts que les autres parties prenantes, ainsi que le fait que les actionnaires peuvent dans certains cas être tentés d'adopter des stratégies qui sont susceptibles d'entraîner un transfert de richesses des créanciers en faveur des actionnaires⁸¹. Néanmoins, ces situations sont généralement prévues et contrôlées par l'inclusion de clauses détaillées dans les contrats qui sont négociés avec les diverses parties prenantes⁸² ou par un ensemble réglementaire visant à leur accorder une

⁸⁰ *Id.*, p. 26 de la version en ligne. De la même façon, l'absence de bénéfices de même que le risque significatif de perte justifient la circonspection des créanciers face à la mise en place de projets risqués par la société débitrice. Cette vision s'oppose à celle des actionnaires, pour qui la possibilité accrue de retour sur investissement (jumelé à une diversification adéquate de leur portefeuille d'investissement) constitue un attrait important pour les projets comportant un niveau de risque plus élevé (mais un potentiel de bénéfice plus important). Christopher C. NICHOLLS, *Corporate Finance and Canadian Law*, Scarborough, Carswell, 2000, p. 29.

⁸¹ Par exemple en privilégiant des projets plus risqués ou encore en vendant certains éléments d'actif. F.H. EASTERBROOK et D.R. FISCHER, préc., note 25, 404.

⁸² L'exemple des créanciers d'une société constitue une autre illustration de cette absence de protection contractuelle des droits des actionnaires en comparaison avec les autres parties prenantes de la société. En vertu de la convention de prêt, le créancier d'une société

protection supplémentaire en cas de défaut de la part de la société et de ses dirigeants. En effet, les diverses parties prenantes peuvent généralement se fier sur la force contraignante des marchés et sur le droit en ce qui a trait à la protection de leurs prérogatives⁸³ et des intérêts stratégiques qui sont de moindre d'importance⁸⁴. En ce sens, il faut conclure que les parties prenantes exercent une influence sur la prise des décisions ainsi que la gestion de la société par le biais des droits légaux qui leur sont conférés, ce qui leur accorde un pouvoir indéniable dont les actionnaires ne bénéficient pas.

De leur côté, les actionnaires des sociétés ouvertes ne possèdent pas cette possibilité de négocier implicitement ou explicitement des ententes particulières avec la société dont ils détiennent les titres, en raison de la complexité de la gestion de la société, de la diversité des gestes posés par les dirigeants, de l'absence de pouvoir de négociation, du manque de connaissance (asymétrie informationnelle entre les actionnaires et les

possède le droit de percevoir des intérêts du débiteur corporatif ainsi que le remboursement de la somme prêtée, et cela, invariablement du succès des affaires de la société débitrice ou de ses difficultés financières. Plus important encore, le défaut de la société de respecter ses obligations contractuelles de remboursement et de paiement des dividendes donne ouverture à un recours du créancier devant les tribunaux pour forcer la société à remplir ses obligations. Comparativement, le fait de détenir les titres d'une société ne donne pas automatiquement le droit à un actionnaire de s'adresser aux tribunaux pour demander le versement d'un dividende, et cela, malgré une stipulation dans les statuts de la société que la détention des titres donne droit au versement annuel d'un dividende. En effet, le versement d'un dividende ne constitue pas une dette de la société s'il n'est pas déclaré par cette dernière. C.C. NICHOLLS, préc., note 80, p. 16-17, 29, 32. Par ailleurs, les créanciers se réservent généralement le droit d'intervenir, d'être consultés lorsque des projets risqués sont envisagés ou le droit de demander un remboursement immédiat des sommes avancées lorsqu'ils sont exposés à un risque imprévu. De même, les employés investissent leur temps, leurs connaissances et leur énergie pour la réussite du projet poursuivi par la société et sont rémunérés à leur juste valeur pour ce faire et leurs conditions font l'objet d'une renégociation ponctuelle, ce qui n'est pas le cas des actionnaires.

⁸³ Par exemple, dans l'éventualité d'une liquidation de la société (que cette dernière soit volontaire ou forcée), d'une réduction du capital de la société ou encore du rachat par la société de ses titres, la loi assure la protection des créanciers, soit en requérant qu'ils soient d'abord payés, soit en exigeant leur permission, soit en obligeant la société à respecter des tests comptables leur assurant qu'ils pourront être payés. Il s'agit là d'une protection que les actionnaires ne possèdent pas. Maurice MARTEL et Paul MARTEL, *La compagnie au Québec – Les aspects juridiques*, vol.1, Éditions 2008, Éditions Wilson & Lafleur, Martel Itée, Montréal, 2008, p. 19-54.

⁸⁴ K.E. GOODPASTER, préc., note 66, 58.

dirigeants qui en connaissent beaucoup plus à propos du fonctionnement de la société et de sa rentabilité), ainsi que du manque de fonds (coûts légaux) pour assurer une représentation adéquate dans le cadre des négociations. De ce fait, les actionnaires sont dans une position vulnérable qui doit faire l'objet d'une certaine protection, ce qui explique l'obligation qui est faite aux dirigeants et administrateurs de gérer la société dans leurs intérêts tout en respectant leurs obligations envers les autres parties prenantes⁸⁵.

D'ailleurs, la poursuite de cet objectif unique⁸⁶ facilite le regroupement des préférences au sein d'un seul système décisionnel cohérent et fonctionnel⁸⁷ et évite aux dirigeants d'avoir à balancer l'ensemble des intérêts divergents⁸⁸. En effet, tel que le rappelait Jensen, il est logiquement impossible de maximiser plus d'une dimension au sein d'une société. Paraphrasant un vieil adage : « ... when there are many masters, all end up being shortchanged », Jensen rappelle que : « Without the clarity of mission provided by a single-valued objective function, companies embracing

⁸⁵ Bien que les dirigeants et administrateurs n'aient pas à prendre en considération les autres parties prenantes lors de leur processus décisionnel, il demeure que les désirs exprimés par ces dernières puissent néanmoins être pris en considération. C.C. NICHOLLS, préc., note 80, p. 33; A. KEAY, préc., note 60, p. 33 de la version en ligne; John R. BOATRIGT, "Fiduciary Duties and the Shareholder-Management Relation: Or, What's so special about shareholders?", (1994) 4 *Business Ethics Quarterly* 393, 403. Selon Goodpater, les parties prenantes ne sont pas la préoccupation principale des dirigeants dans le processus décisionnel et la gestion d'une société ayant une mission économique. Néanmoins, comme les différentes parties prenantes peuvent influencer les intérêts stratégiques de la société à court et long terme, leurs intérêts doivent être pris en considération lors de la prise de décisions. Les différentes parties prenantes présentes dans la société doivent être considérées comme des facteurs instrumentaux susceptibles d'affecter l'objectif qui doit être poursuivi par la société, soit de maximiser la valeur de la société dans l'intérêt des actionnaires. K.E. GOODPASTER, préc., note 66, 58.

⁸⁶ Dans ce cadre, les parties votantes et les administrateurs qu'ils ont élus doivent déterminer quel est l'objectif poursuivi et quel est le moyen de l'atteindre.

⁸⁷ C'est d'ailleurs pourquoi on ne rencontre cette situation que très rarement lorsque la loi l'exige. F.H. EASTERBROOK et D.R. FISCHER, préc., note 25, 405.

⁸⁸ Soulignons toutefois l'opinion contraire de G.D. SMITH, préc., note 76, 279 qui croit pour sa part que l'application de la norme de la primauté des actionnaires a des effets limités sur le processus décisionnel normal que mènent les dirigeants et administrateurs et que cette norme a plutôt été introduite par les tribunaux pour départager les droits des actionnaires majoritaires et des actionnaires minoritaires dans un contexte où l'actionnariat est concentré. Selon lui, la présence de la règle du jugement d'affaires, pour administrer les conflits horizontaux, ainsi que le recours en oppression, dans le cas de conflits verticaux, suffisent à contrôler le processus décisionnel des dirigeants.

stakeholder theory will experience managerial confusion, conflict, inefficiency, and perhaps even competitive failure.⁸⁹ » Ainsi, dans l'éventualité où l'on permettrait à une pluralité de groupes possédant chacun des intérêts différents et irréconciliables d'exercer un contrôle sur la gestion de la société, cette dernière serait sans doute forcée de prendre des décisions contradictoires qui la mèneraient à sa perte⁹⁰.

Qui plus est, le fait que la théorie des parties prenantes ne donne pas aux dirigeants et administrateurs d'objectifs clairs, ni de mesure leur permettant d'évaluer le taux de réussite de leur gestion de la société⁹¹ et qu'elle conseille plutôt aux dirigeants et administrateurs de tenter de maximiser la valeur de tous les actifs de la société⁹², crée une situation où il devient difficile de prendre des décisions cohérentes et linéaires⁹³. En effet, l'absence de critères décisionnels clairs donne ouverture à des justifications diverses pour expliquer la prise de n'importe quelle décision incluant celles qui sont prises dans l'intérêt personnel des dirigeants⁹⁴. En n'énonçant aucun objectif précis devant être poursuivi lors de la prise des décisions, cette théorie laisse une place discrétionnaire immense aux dirigeants en place⁹⁵ ce qui réduit l'imputabilité des dirigeants et administrateurs et la

⁸⁹ M.J. JENSEN, préc., note 68, 9.

⁹⁰ Le fait de permettre à des groupes différents de voter risque d'entraîner des conséquences négatives pour une société et d'entraîner des difficultés économiques. F.H. EASTERBROOK et D.R. FISCHER, préc., note 25, 405; A. KEAY, préc., note 60, p. 51 de la version en ligne.

⁹¹ À titre d'illustration en examinant la croissance du prix des titres de la société. Pour une critique de cet argument voir I.B LEE, préc., note 65, 9 et suiv.,

⁹² Une chose difficile à évaluer si ces actifs prennent la forme d'un droit résiduel pour une sécurité d'emploi, d'un prestige accru ou d'un droit de créance moins risqué.

⁹³ M.J. JENSEN, préc., note 68, 14; Margaret M. BLAIR et Lynn A. STOUT, "Director Accountability and the Mediating Role of the Corporate Board", (2001) 79 *Washington University Law Quarterly* 403, p. 39 de la version en ligne, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=266622>>

⁹⁴ M.M. BLAIR et L.A. STOUT, préc., note 93; p. 41 de la version en ligne; sur le même sujet, voir: H. HANSMANN et R. KRAAKMAN, préc., note 64; M.J. JENSEN, préc., note 68, 14.

⁹⁵ Tel que Jensen le souligne : « What is commonly known as stakeholder theory, while not totally without content, is fundamentally flawed because it violates the proposition that a single-valued objective is a prerequisite for purpose full or rational behaviour by any organization. In particular a firm that adopts stakeholder theory will be handicapped in the

possibilité qu'ont les tribunaux de sanctionner les cas d'abus, notamment parce que cette surveillance judiciaire est compliquée par cette possibilité que les dirigeants et administrateurs ont de recourir à des justifications multiples pour expliquer les décisions qui sont prises⁹⁶.

Afin de pallier le problème et d'éviter d'affaiblir le système de contrôle existant en permettant aux dirigeants des sociétés d'exercer leurs pouvoirs selon leur bon vouloir, le seul objectif logique que doivent poursuivre les dirigeants est celui de la maximisation de la valeur de la société⁹⁷ dans l'intérêt des actionnaires qui en sont les bénéficiaires résiduels⁹⁸ puisque les préférences des membres composant une même catégorie de participants sont susceptibles d'être similaires sinon identiques. D'autant plus que les actionnaires vendent et achètent des titres sur le marché afin de manifester leur appréciation de la valeur de la société, ce qui fait en sorte que ceux qui détiennent les titres à un moment donné devraient avoir une vision similaire

competition for survival because, as a basis for action, stakeholder theory politicizes the corporation and leaves its managers empowered to exercise their own preferences in spending the firm's resources. » M.J. JENSEN, préc., note 68, 10.

⁹⁶ La révision judiciaire est déjà complexe en raison de l'application de la règle du jugement d'affaires qui permet beaucoup de latitude aux dirigeants.

⁹⁷ « One of the most often repeated arguments that can be raised in favor of shareholder primacy is that if directors and managers are not held accountable to a single constituency, and their performance is not judged by a single, verifiable and objective metric, they will be accountable for nothing and to no one. Too much discretion, it is argued, leads at best to sloppy management. At worst, will leads to self-serving "empire building", corporate waste, or even misappropriation of corporate resources. » Cette conception se reflète par ailleurs, dans les pratiques actuelles, notamment dans les méthodes de compensation des dirigeants. « The compensation schemes designed for officers and directors generally tie such compensation to shareholder wealth but not to stakeholder wealth. While equity-based plans and bonus plans based on financial performance are common, I know of no company that explicitly links the compensation of executives or directors to measures of stakeholders' interests such as the average compensation paid to employees. There is little reason to expect reduced board accountability to shareholders to translate into increased attention to other stakeholders. Insulating boards from removal does not make them more accountable to stakeholders at the expense of accountability to shareholders. Rather such insulation makes boards accountable to no one. Directors might use such lack of accountability to serve their own interests rather than to balance the interests of shareholders and stakeholders or give more weight to stakeholder interests. » L.A. BEBCHUK, "The Myth of the Shareholder Franchise", préc., note 38, p. 155 de la version en ligne; L.A. BEBCHUK, "The Case for Increasing Shareholder Power", préc., note 4, 911; F.H. EASTERBROOK et D.R. FISCHER, préc., note 25, 405-406.

⁹⁸ M.J. JENSEN, préc., note 68, 8; J.R. BOATRIGHT, préc., note 85, 402; F.H. EASTERBROOK et D.R. FISCHER, préc., note 25, 405-406.

de cette société et donc poursuivre une même direction en ce qui a trait à la gestion de la société dans un objectif de maximisation de sa valeur.

Malgré la prévalence de la règle de la primauté des actionnaires, au Canada, le débat entourant les principes qui doivent guider le processus décisionnel des administrateurs et dirigeants des sociétés semble, récemment, avoir pris un tournant particulier. Dans la décision BCE⁹⁹ rendue en 2008, où la question du mandat des administrateurs et dirigeants était centrale, la Cour suprême a dû notamment décider de l'importance qui devait être accordée aux intérêts d'un groupe de détenteurs de débetures de BCE à titre de parties prenantes dans le cadre du processus décisionnel visant à juger de l'intérêt d'une offre d'achat.

Dans ce cadre, loin d'imposer une obligation stricte de tenir compte des intérêts des différentes parties prenantes et de privilégier en final la décision qui prend en considération l'ensemble de ces intérêts, la Cour suprême a plutôt rappelé que les administrateurs « peuvent », sans y être tenus, prendre en considération, les intérêts des différents acteurs affectés par la décision afin de déterminer quel est la décision qui est dans le meilleur intérêt de la société puisqu'il n'existe pas de règle absolue énonçant que les intérêts d'un groupe doivent prévaloir sur ceux d'un autre groupe.

Cette décision de la Cour suprême, qui confirme une précédente décision rendue dans l'affaire des Magasins à rayons Peoples¹⁰⁰, peut sembler à première vue difficile à concilier avec le principe de la primauté des actionnaires. Néanmoins, malgré cette dichotomie apparente, nous croyons que les actionnaires conservent, même de manière implicite, un rôle important puisque l'obligation de maximiser la valeur de la société demeure

⁹⁹ *BCE inc. c. Détenteurs de débetures de 1976*, [2008] 3 R.C.S. 560, 2008 CSC 69.

¹⁰⁰ *Magasins à rayons Peoples inc. (Syndic de) c. Wise*, préc., note 65. Pour une critique de cette décision voir notamment le texte de Ian B. LEE, "*Peoples Department Stores v. Wise and the "Best Interests of the Corporation"*", (2005) 41 *Can. Bus. L.J.* 212.

le phare ultime qui doit orienter le processus décisionnel des dirigeants. En effet, la Cour suprême n'a pas complètement écarté les actionnaires des considérations s'imposant aux dirigeants lorsqu'elle a indiqué que d'autres intérêts pouvaient également guider leur analyse, elle a plutôt effectué un constat de ce qui se produit en réalité. De ce fait, et cela, particulièrement lorsque la société possède un actionnaire dominant, nous croyons que les intérêts des actionnaires continueront de guider le processus décisionnel des dirigeants et des administrateurs dans la majorité des cas. De plus, nous croyons que le statut de bénéficiaire résiduel que l'on reconnaît aux actionnaires fait en sorte qu'ils demeureront les grands gagnants dans la plupart des cas où la décision retenue est dans le meilleur intérêt de la société, et cela, sans égard pour les facteurs qui ont été pris en considération pour y parvenir.

Soulignons, par ailleurs, que cette décision de la Cour suprême n'a de pertinence qu'en lien avec le processus décisionnel des dirigeants et administrateurs ainsi qu'avec les critères pouvant servir à déterminer ce qui est dans le meilleur intérêt de la société. En ce sens, nous ne croyons pas que cette décision affecte la reconnaissance du fait que les actionnaires constituent le groupe le plus à même d'effectuer une surveillance du pouvoir décisionnel exercé par les dirigeants et administrateurs afin de s'assurer que la société est bien gérée et que la valeur de la société est maximisée¹⁰¹. En ce sens, nous croyons que la théorie de la primauté des actionnaires possède toujours une valeur explicative intéressante, et cela, particulièrement dans le contexte actuel où les investisseurs institutionnels occupent une place de plus en plus importante dans la gestion et la bonne gouvernance des sociétés.

¹⁰¹ En effet, le critère de la primauté des actionnaires est ici appliqué dans des situations complètement différentes. Or, le fait que la Cour suprême ait réduit l'importance de ce critère dans le cas des facteurs pouvant être pris en considération par les administrateurs et dirigeants d'une société dans leur processus décisionnel n'empêche pas de recourir à ce critère pour expliquer pourquoi on a choisi de confier le pouvoir de contrôle et de surveillance aux actionnaires comme bénéficiaires résiduels plutôt qu'aux autres parties prenantes.

1.2. Les différents mécanismes de contrôle des conflits

Tel que nous l'avons évoqué plus tôt, les coûts d'agence peuvent être réduits par la surveillance des dirigeants, ainsi que par la mise en place de certaines contraintes encadrant et limitant l'exercice de leur discrétion¹⁰². Il existe plusieurs types de stratégies qui permettent de diminuer ces coûts d'agence. Selon les professeurs Crête et Rousseau, ces diverses stratégies peuvent être regroupées en deux catégories constituées en fonction de leur source. D'une part, il y a les stratégies qui proviennent d'une source externe et d'autre part, il y a celles dont la source se situe au niveau de l'organisation interne de la société¹⁰³.

Si les stratégies de source interne s'appuient essentiellement sur la présence et l'intervention des actionnaires, les stratégies de gouvernance ayant une source externe à la société réduisent les coûts d'agence, notamment par le biais de certains mécanismes de marché¹⁰⁴. Spécifiquement, le marché du travail, réduit les problèmes d'agence de deux façons : de par l'importance de la réputation des dirigeants pour obtenir un nouvel emploi¹⁰⁵ ainsi que par la concurrence que se livrent les dirigeants pour accéder à une meilleure position au sein de la société¹⁰⁶. Dans les deux cas, les dirigeants ont intérêt à préserver une bonne réputation en

¹⁰² L.A. BEBCHUK, "The Case for Increasing Shareholder Power", préc., note 4, 850.

¹⁰³ G. CHARREAU, préc. note 1. R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 20, p. 292; voir également E. MACKAAY et S. ROUSSEAU, préc., note 15, p. 512.

¹⁰⁴ Comme par exemple le marché du travail, le marché des biens et services, ou encore, le marché des capitaux.

¹⁰⁵ Le marché de l'emploi exerce notamment des pressions sur la société elle-même afin qu'elle rémunère ses dirigeants en fonction de leur performance. Tel que Fama l'indique : « One form of pressure comes from the fact that ongoing firm is always in the market for new managers. Potential new managers are concerned with the mechanics by which their performance will be judged, and they seek information about the responsiveness of the system in rewarding performance. Moreover, given a competitive managerial labor market, when the firm's reward system is not responsive to performance the firm loses managers, and the best are the first to leave. » E.F. FAMA, préc., note 60, 292; R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 20, 293-294.

¹⁰⁶ E.F. FAMA, préc., note 60, 293. Comme les promotions et l'avancement d'une carrière s'appuient généralement sur la productivité d'une personne, les dirigeants ont tout à gagner à restreindre leurs comportements opportunistes. Henry N. BUTLER, "The Contractual Theory of the Corporation", (1989) 11 *Geo. Mason U.L.Rev.* 99, 116.

limitant les gestes opportunistes qu'ils posent et qui portent atteinte aux intérêts des actionnaires puisque leur valeur sur le marché de l'emploi (et leur rémunération éventuelle) est liée à la réussite de la société.

De même, la compétition qui existe entre les sociétés d'un même secteur pour des produits ou des services vendus sur le même marché contraint les dirigeants en place à privilégier les décisions qui maximisent la valeur de la société¹⁰⁷. En effet, comme les comportements opportunistes des dirigeants sont susceptibles de diminuer la qualité du bien ou du service proposé sur le marché ou d'accroître le prix demandé pour ce dernier, cela risque d'amener les consommateurs à s'adresser à un concurrent et d'entraîner des pertes importantes pour la société qui s'avèrent coûteuses tant pour les actionnaires que pour les dirigeants. En outre, la crainte de ces effets négatifs peut amener les dirigeants à reconsidérer leurs choix afin de préserver la société d'une possible faillite et conséquemment la perte de leur emploi.

Les risques d'opportunisme sont également limités par l'effet disciplinaire des marchés financiers sur les dirigeants, qui doivent préserver la valeur des titres en circulation afin d'être en mesure de solliciter de nouveaux fonds pour financer les activités de la société. En effet, en théorie, le prix auquel les titres se transigent sur les marchés secondaires reflète l'ensemble de l'information disponible en lien avec une société et constitue en ce sens une indication pour les actionnaires de la présence de mauvaises décisions de gestion ou de situations où les dirigeants se comportent de manière opportuniste¹⁰⁸. De fait, plus les comportements opportunistes seront

¹⁰⁷ Dans ce cadre, la logique nous indique que la présence d'un monopole risque d'encourager la prise de décisions qui ne maximisent pas la valeur de la société. M.C. JENSEN et W.H. MECKLING, préc., note 26, p. 33-34 de la version en ligne; H.N. BUTLER, préc., note 106, 114; E.F. FAMA, préc., note 60, 289; R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 20, p. 292 et E. MACKAAY et S. ROUSSEAU, préc., note 15, p. 523 et suiv.

¹⁰⁸ Le droit conféré à l'actionnaire d'aliéner les titres qu'il possède sur le marché secondaire participe à l'efficacité de ce mécanisme de surveillance externe dont les effets ne peuvent être négligés.

nombreux au sein d'une société, plus on peut croire que la valeur des titres sera faible. En ce sens, le prix payé pour les titres constitue une protection des intérêts résiduels des actionnaires puisque ces derniers reflètent leur valeur réelle (soit un prix réduit en considération de l'opportunisme des dirigeants et des actionnaires majoritaires) et le risque assumé¹⁰⁹. Ainsi, afin d'éviter de nuire au financement de la société et de faciliter la vente de ses titres lors d'une nouvelle émission dans l'objectif, par exemple, d'obtenir des fonds pour un nouveau projet, les dirigeants devraient logiquement limiter leur tendance à agir de manière opportuniste.

L'impact des marchés de capitaux sur la gouvernance des sociétés se manifeste également sous la forme d'offres publiques d'achat visant à obtenir le contrôle des sociétés sujettes aux comportements opportunistes des dirigeants¹¹⁰. Puisque l'opportunisme des dirigeants réduit la valeur des titres en circulation et entraîne des retours sur investissement qui sont sous la moyenne¹¹¹, des parties tierces peuvent chercher à prendre le contrôle de ces dernières afin de remplacer ses dirigeants et d'accroître la valeur des titres en assurant une meilleure direction de la société afin d'effectuer un gain en capital important¹¹². Ce risque d'être remplacé dans le cadre d'une prise de contrôle exerce une pression sur les dirigeants en place qui

¹⁰⁹ L'efficacité de ce mécanisme est toutefois contestée. E. MACKAAY et S. ROUSSEAU, préc., note 15, p. 525.

¹¹⁰ Tel que Butler l'indique : « The stock market discipline of managers is manifest in the threat of tender offer, takeovers, or other forms of changes in the corporate control whenever entrenched managers adopt strategies and behavior that fail to maximize the value of the corporation's shares. The so-called market for corporate control provides an external monitoring mechanism that forces managers to be concerned about their shareholders. » H.N. BUTLER, préc., note 106, 111.

¹¹¹ En effet, si le prix des titres reflète réellement toute l'information disponible, les titres s'échangent pour un prix moindre que si les dirigeants respectaient leurs obligations envers la société et ses actionnaires.

¹¹² Certains considèrent que c'est la menace de prise de contrôle, et non la prise de contrôle elle-même, qui permet de mettre les intérêts des actionnaires et des dirigeants au même diapason. H.N. BUTLER, préc., note 106, 112. Soulignons toutefois que ce mécanisme de contrôle a des effets mitigés lorsque l'on est en présence d'un ou de plusieurs actionnaires importants puisque ces derniers peuvent contrer toute prise de contrôle non sollicitée en refusant l'offre d'achat de leurs titres. R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 20, p. 295.

souhaitent préserver leur position (et leur salaire) en les incitant à limiter les décisions opportunistes réduisant la valeur de la société¹¹³.

Enfin, l'environnement légal, de par les devoirs qu'il impose aux dirigeants ainsi qu'aux administrateurs (prudence, diligence et loyauté) de même que par les recours qu'il propose aux actionnaires dont les droits ont été lésés, contribue également à réduire les risques d'opportunisme des dirigeants. En effet, ces règles participent à la prise de conscience des dirigeants et des administrateurs du risque qu'ils encourent lorsqu'ils transgressent certaines de leurs obligations ou encore réduire les bénéfices découlant d'un comportement opportuniste en rendant une contravention moins profitable, par exemple si les coûts d'une poursuite éventuelle sont plus importants que les avantages découlant de la transgression.

Si les stratégies de gouvernance de source externe offrent un ensemble de règles et d'instruments divers qui favorisent la création de la valeur en limitant les coûts d'opportunisme des dirigeants et administrateurs, le recensement de ces mécanismes nous permet également de constater que ces derniers sont imparfaits et n'arrivent pas à eux seuls à empêcher la totalité des cas d'abus. Ce constat, a permis aux stratégies internes de prendre une place de plus en plus importante depuis une vingtaine d'années, donnant de ce fait ouverture à la possibilité d'une participation plus importante des actionnaires¹¹⁴.

Par ailleurs, les différents mécanismes externes de surveillance sont également d'une utilité moindre lorsque les sociétés possèdent une structure

¹¹³ Si, dans les années 1980, les multiples prises de contrôle ont assuré une certaine forme de protection contre l'opportunisme des dirigeants, l'accalmie observée dans les années 1990 à la suite de la mise en place de diverses mesures de protection contre les prises de contrôle par les sociétés a amené de nombreux spécialistes à chercher des mécanismes de rechange afin d'assurer une certaine discipline des dirigeants.

¹¹⁴ Jonathan M. KARPOFF, "The Impact of Shareholder Activism on Target Companies: A Survey of Empirical Findings", Working Paper University of Washington, août 2001, p. 5, en ligne : SSRN <<http://ssrn.com/abstract=885365>>.

d'actionnariat qui est concentrée. Tel que nous l'avons énoncé plus tôt, une différence clé entre les sociétés qui possèdent un actionnariat dispersé et celles qui possèdent un actionnariat concentré réside dans le fait que dans le premier cas les abuseurs potentiels sont les dirigeants et les victimes, les actionnaires, alors que dans le deuxième cas ce sont les actionnaires de contrôle qui sont susceptibles de profiter de leur situation aux dépens des actionnaires minoritaires. Or, lorsque l'on fait face à une situation d'abus dans une société à actionnariat concentré, la situation est moins avantageuse pour les actionnaires minoritaires, puisqu'il n'est pas possible de se débarrasser des actionnaires de contrôle par le biais d'une prise de contrôle inamicale ou de les remplacer comme on le ferait avec un conseil d'administration qui n'exécuterait pas ses fonctions adéquatement puisque l'actionnaire de contrôle peut à son gré rejeter une offre d'achat, même si cette dernière est favorable aux intérêts des actionnaires dans leur ensemble¹¹⁵. De ce fait, il est prévisible que, dans le contexte canadien, la structure de propriété majoritairement rencontrée ait entraîné un recours plus important aux divers mécanismes de contrôle internes afin de limiter les coûts d'agence.

En outre, tel que nous le verrons, les limites des mécanismes externes de surveillance nous permettent de mieux comprendre l'importance de l'activisme actionnarial lorsque la propriété des actionnaires d'une société est concentrée entre les mains de quelques personnes pour limiter les comportements opportunistes des dirigeants et des actionnaires dominants.

¹¹⁵ Luca ENRIQUES et Paolo VOLPIN, "Corporate Governance Reforms in Continental Europe", (2007) 21 *Journal of Economic Perspectives* 117, 126.

1.3. La place des actionnaires dans le bon fonctionnement des mécanismes internes de contrôle des coûts d'agence

Les mécanismes internes de surveillance et de contrôle des dirigeants et des actionnaires importants se subdivisent essentiellement en deux catégories : les stratégies légales et les stratégies de gouvernance¹¹⁶. Alors que les stratégies légales sont de nature prescriptive et énoncent les termes de la relation, tant en ce qui a trait au contenu de cette dernière qu'en ce qui concerne les termes d'entrée (ex. : émission d'un prospectus) et de sortie de la société (droit à la dissidence, droit de transfert ou de revente des actions sur le marché, égalité de traitement entre les actionnaires)¹¹⁷, les stratégies de gouvernance élaborent plutôt des règles de protection des droits des actionnaires dans le cadre de la hiérarchie existant au sein de la société¹¹⁸.

Plus spécifiquement, les stratégies légales proposent un ensemble de mécanismes qui permettent de circonscrire et de limiter les coûts d'agence et de protéger les parties les plus vulnérables dans la relation d'agence¹¹⁹ notamment par l'adoption d'une obligation d'effectuer une divulgation complète et intégrale de l'information financière, par la formulation de règles restreignant le versement de dividendes dans certaines circonstances, ou encore par la spécification d'un droit à la dissidence. Les stratégies de gouvernance¹²⁰, pour leur part, prévoient plutôt des règles de sélection et de retrait des administrateurs¹²¹, des règles d'initiation et de ratification des

¹¹⁶ H. HANSMANN et R. KRAAKMAN, préc., note 26, à la page 23.

¹¹⁷ *Id.*

¹¹⁸ *Id.*

¹¹⁹ S.M. BAINBRIDGE, préc., note 5, p. 6; Stephen M. BAINBRIDGE, "Shareholder Activism and Institutional Investors", (2005) UCLA School of Law, Law & Economics Research Paper No. 05-20, p. 7, en ligne : SSRN <<http://ssrn.com/abstract=796227>>; H. HANSMANN et R. KRAAKMAN, préc., note 26, à la page 22.

¹²⁰ Ces pratiques en matière de gouvernance généralement applicable aux sociétés ouvertes doivent être adaptées dans l'éventualité où l'on est en présence d'un actionnaire de contrôle au sein d'une société.

¹²¹ Cette situation de conflit entre les intérêts privés des dirigeants et ceux des actionnaires de la société qu'ils dirigent, est également, du moins en théorie, contrôlée par les administrateurs élus par les actionnaires pour veiller sur leurs intérêts. Ce pouvoir s'exerce

décisions de gestion, et enfin des mécanismes de récompense et de rémunération des dirigeants en fonction de leur performance¹²². Malgré la poursuite de différents objectifs, on perçoit malgré tout, dans un cas comme dans l'autre, une similitude notable. En effet, l'ensemble de ces mécanismes reconnaît une place particulière aux actionnaires (et particulièrement aux actionnaires minoritaires) dans le bon fonctionnement de la société et pour assurer le maintien d'une bonne gouvernance¹²³. Cette place particulière qu'occupent les actionnaires au sein des sociétés est par ailleurs d'autant plus importante dans un contexte où l'actionnariat est principalement concentré, comme c'est le cas au Canada.

Deux visions s'opposent en lien avec l'impact qu'est susceptible d'avoir un actionnaire sur la gouvernance des sociétés lorsque l'actionnariat est

notamment par le pouvoir de nommer et de destituer les dirigeants qui sont responsables de la gestion des affaires de la société. Les actionnaires peuvent ainsi réagir au rendement des sociétés dans lesquelles ils détiennent des parts en remplaçant le conseil d'administration en place s'ils sont insatisfaits. E.F. FAMA, préc., note 60.

¹²²H. HANSMANN et R. KRAAKMAN, préc., note 26, à la page 26; E. MACKAAY et S. ROUSSEAU, préc., note 15, p. 495. En effet, tel que nous l'avons évoqué plus tôt, c'est la séparation fonctionnelle entre l'investissement et le pouvoir décisionnel qui donne ouverture à une relation d'agence. La divergence d'intérêt des actionnaires et des dirigeants relève principalement de la différence qui existe entre leur patrimoine. Ainsi, lorsqu'un dirigeant ne détient aucun titre de la société qu'il administre, il n'est pas affecté de la même manière que les actionnaires par la baisse de la valeur de titres causée par de mauvaises décisions ou par la prise de décisions opportunistes. Dans ce cadre, il est généralement admis que la proportion d'actions détenues par les dirigeants réduit l'importance de ce conflit d'intérêts qui entraîne des coûts d'agence. Mackaay et Rousseau résumant cette idée de la manière suivante : « l'intérêt du dirigeant à maximiser sa richesse personnelle au détriment de la société et des actionnaires est inversement proportionnel à son degré d'investissement. » L'adoption de pareilles mesures n'est toutefois pas nécessaire lorsque l'on est en présence d'un actionnaire de contrôle. En effet, l'actionnaire de contrôle ou le groupe d'actionnaires qui détient le contrôle n'ont pas besoin de recourir à des mécanismes indirects (comme une rémunération composée en partie d'option d'achat d'actions) afin d'inciter les dirigeants à agir dans leurs intérêts puisqu'ils peuvent directement exercer la surveillance des dirigeants et remplacer les administrateurs (système de « command and control »). Dans ce contexte, les dirigeants possèdent un espace discrétionnaire moins important qui limite la possibilité d'adopter des comportements opportunistes. John C. COFFEE, "A Theory of Corporate Scandals: Why the U.S. and Europe Differ", (2005) 21 *Oxford Review of Economic Policy* 198, p. 11 de la version en ligne, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=694581>>; R.J. DANIELS et E.M. IACOBUCCI, préc., note 1, à la page 83.

¹²³J.R. BOATRIGT, préc., note 85, 394. La reconnaissance de cette place semble légitime si l'on considère, tel que nous l'avons évoqué, que les actionnaires sont les mieux placés pour assurer la surveillance et le contrôle des dirigeants et administrateurs considérant leur statut de bénéficiaire résiduel qui fait en sorte qu'ils supportent habituellement le risque des décisions qui sont prises. F.H. EASTERBROOK et D.R. FISCHER, préc., note 25, 403.

concentré. Tout d'abord, l'argument de la substitution suggère qu'une plus grande concentration du pouvoir entre les mains d'un actionnaire de contrôle permet une meilleure surveillance par ce dernier et diminue les bénéfices découlant des autres mécanismes de gouvernance¹²⁴. Dans ce cadre, il est présumé que l'actionnaire important souhaite protéger son investissement en limitant les coûts d'agence découlant de l'opportunisme des dirigeants et, de ce fait, possède une motivation plus grande à surveiller les dirigeants de la société et à exercer sur eux des pressions afin qu'ils adoptent de bonnes pratiques de gouvernance¹²⁵.

Malgré ces avantages, cette vision s'oppose toutefois au risque accru d'expropriation des droits des actionnaires minoritaires découlant du postulat que la société doit être gérée dans l'objectif de maximiser les intérêts personnels de l'actionnaire dominant¹²⁶. En effet, tel que nous l'avons exposé plus tôt, le fait qu'un nombre important de droits de vote se trouvent entre les mains de quelques actionnaires permet à ces derniers d'exercer des pressions sur les dirigeants et de s'approprier des bénéfices privés au détriment des actionnaires minoritaires¹²⁷.

Partant, le rôle que peuvent jouer le ou les actionnaires de contrôle présente des avantages et des inconvénients pour les actionnaires minoritaires qui les poussent à accepter une forme de compromis¹²⁸ puisque la présence de l'actionnaire de contrôle est avantageuse tant que les bénéfices découlant de la diminution des coûts d'agence liés aux comportements opportunistes

¹²⁴ Voir notamment, R. LA PORTA et al., préc., note 8.

¹²⁵ Y. BOZEC et R. BOZEC, préc., note 53, 183.

¹²⁶ Randall K. MORCK, "Introduction to "Concentrated Corporate Ownership"", dans MORCK, R.K. (éd.), *Concentrated Corporate Ownership*, National Bureau of Economic Research, Chicago, University of Chicago Press, 2000, p. 1, à la page 1 et R.J. DANIELS et E.M. IACOBUCCI, préc., note 1, aux pages 83 et 84.

¹²⁷ R.J. DANIELS et R. MORCK, préc., note 47, aux pages 14 et 15; S. ROUSSEAU, préc., note 20, à la page 6; R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 20, p. 288; R.J. DANIELS et E.M. IACOBUCCI, préc., note 1, à la page 83.

¹²⁸ R.J. GILSON et J.N. GORDON, préc., note 52, 785-786.

des dirigeants sont plus importants que les coûts découlant des bénéfices privés retirés par l'actionnaire de contrôle¹²⁹.

La présence des investisseurs institutionnels trouve ici toute sa pertinence puisque par leur surveillance ils participent au maintien de l'équilibre entre les bénéfices découlant de la surveillance qu'effectue l'actionnaire de contrôle, et les coûts découlant des bénéfices privés retirés par l'actionnaire de contrôle¹³⁰. En ce sens, nous croyons qu'ils font partie intégrante de la toile de mécanismes de surveillance et de contrôle qui limitent les coûts d'agence découlant des divers comportements opportunistes et qu'il est nécessaire de reconnaître l'importance de cette contribution, particulièrement dans un marché où plusieurs sociétés possèdent un actionnariat concentré¹³¹.

2. Le profil de l'actionnariat canadien

La nature de l'actionnariat canadien a changé significativement dans les dernières décennies¹³² corollairement au remplacement des épargnants

¹²⁹ *Id.* Dans ce contexte, l'extraction de bénéfices privés peut être considéré comme une forme d'incitatif à assumer certains risques liés à la détention d'une position importante dans une société ainsi que comme une forme de compensation pour les frais liés à la surveillance et au contrôle des dirigeants.

¹³⁰ En effet, les actionnaires minoritaires ont intérêt à consentir à ce que l'actionnaire de contrôle retire certains bénéfices privés tant que ceux-ci sont moindres que les bénéfices qui découlent de la surveillance des dirigeants.

¹³¹ Voir en ce sens Jeffrey G. MacINTOSH et Lawrence P. SCHWARTZ, « Les investisseurs institutionnels et les actionnaires dominants contribuent-ils à faire augmenter la valeur de l'entreprise? », dans *La prise de décision dans les entreprises au Canada*, Document de recherche d'Industrie Canada, Ministère des approvisionnements et services Canada, 1995, p. 357, à la page 389 qui affirmaient en 1995 qu'il y a un rapport positif et statistiquement significatif entre le rendement de l'actif et le rendement des capitaux propres et les participations institutionnels au capital-action.

¹³² On peut diviser l'actionnariat canadien en cinq groupes : (1) les investisseurs individuels (individus qui effectuent des placements pour leur compte); (2) les investisseurs institutionnels; (3) les actionnaires de contrôle; (4) les détenteurs individuels ou corporatifs d'une large part des actions en circulation à l'exclusion des actionnaires de contrôle et des investisseurs institutionnels; et (5) les administrateurs ou dirigeants et qui détiennent des titres de la société. J.G. MacINTOSH, préc., note 7, 154.

individuels par des investisseurs institutionnels¹³³. S'il va sans dire que le nombre de titres que détiennent les différents investisseurs institutionnels canadiens ne peut se comparer à la part des actions détenue par leurs homologues états-uniens, celle-ci est tout de même significative et accorde désormais aux investisseurs institutionnels une influence qui ne peut pas être négligée.

En effet, les investisseurs institutionnels canadiens sont à l'origine d'approximativement les deux tiers en valeur monétaire des échanges effectués sur la Bourse de Toronto¹³⁴. Considérant cette importance sur les marchés, il semble aller de soit que leur rôle soit également important en ce qui a trait à la gouvernance des grandes sociétés canadiennes, et cela, malgré le fait que la vaste majorité des sociétés canadiennes aient à composer avec un actionnaire de contrôle puisque, dans de nombreux cas, le nombre de titres détenus par l'ensemble des investisseurs institutionnels de la société rivalise en importance avec la participation de cet actionnaire ou de ce groupe d'actionnaires importants¹³⁵.

Même si les investisseurs institutionnels sont beaucoup plus aptes que les investisseurs individuels à prendre part à la gouvernance des sociétés ouvertes, considérant leur participation importante et leur expertise dans les domaines financiers, ceux-ci ne possèdent pas tous le même intérêt à assumer ce nouveau rôle. Afin de mieux cerner qui sont ces actionnaires

¹³³ Ce changement amorcé il y a une vingtaine d'années s'explique par différentes choses : « Tax breaks aimed at encouraging retirement savings have clearly played a role in the growth of pension and mutual funds. However, the most important force in the recent growth of the institutional portfolio appears to have been the aging of the population, since older people are more likely to be concerned about retirement savings. » J.G. MacINTOSH, préc., note 7, 150. Au même effet, voir R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 6.

¹³⁴ « According to various estimates, institutional investors account for approximately two thirds of the dollar value of trading on the Toronto Stock Exchange (TSE), and the role of these investors in the governance of large, publicly traded corporation is on the rise. » Shamsud D. CHOWDHURY et Eric Zengxiang WANG, "Institutional Activism Types and CEO Compensation: A Time-Series Analysis of Large Canadian Corporations", (2009) 35 *Journal of Management* 5, 7.

¹³⁵ *Id.*

institutionnels, le rôle qu'ils peuvent assumer et comment ils sont susceptibles d'exercer leur voix, il nous apparaît nécessaire dans un premier temps de jeter un coup d'œil rapide sur qui ils sont (2.1) pour ensuite examiner qui sont les associations que ces derniers ont créées afin de faciliter la représentation de leurs intérêts auprès des sociétés (2.2).

2.1. Les différents investisseurs institutionnels canadiens

Les investisseurs institutionnels occupent un rôle de premier plan dans l'actionnariat des sociétés canadiennes¹³⁶. Or qui sont-ils?

Kathryn Montgomery définit les investisseurs institutionnels de la manière suivante : « Institutional shareholders act as agents who invest "other people's money" through pension funds, trusts, mutual funds, insurance companies, endowments and other entities. Institutional shareholders have a fiduciary responsibility to protect their beneficiaries' investment¹³⁷. » Similairement, pour le comité sénatorial permanent des banques et du commerce, les investisseurs institutionnels sont « des institutions financières qui investissent dans les marchés financiers les économies de particuliers et d'entreprises non financières »¹³⁸. Pour leur part, les professeurs Crête et Rousseau définissent l'expression investisseur institutionnel comme étant des : « investisseurs, autres que des individus, qui gèrent des fonds de manière professionnelle au sein d'une institution ou pour le compte de leurs clients¹³⁹. » Ainsi, on peut généralement affirmer que l'expression

¹³⁶ Stéphane ROUSSEAU et Bastien GAUTHIER, « Le devoir de loyauté de l'administrateur désigné par un investisseur institutionnel », dans Service de la formation continue, Barreau du Québec, *Développements récents en litige commercial (2007)*, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 2007, p. 33, à la page 35.

¹³⁷ K.E. MONTGOMERY, préc., note 6.

¹³⁸ Référence donnée dans le rapport : Organisation de coopération et de développement économiques, *Basic Characteristics and Information on Institutional Investors in OECD Countries*, 24 février 1997, p. 4.

¹³⁹ R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 6, 865. Cette définition rejoint celle de Bornet et de Vauplane. Hubert de VAUPLANE et Jean-Pierre BORNET, *Droit des marchés financiers*, 3^e éd., Paris, LITEC, 2001, p. 332.

« investisseur institutionnel » englobe l'ensemble des investisseurs, autre que les individus, qui gèrent des fonds de manière professionnelle au sein d'une institution ou pour le compte de leurs clients. De ce fait, cette expression vise notamment les banques et autres institutions de dépôt, les sociétés d'assurances, les caisses de retraite, les conseillers en placement, les courtiers en valeurs mobilières, les institutions publiques ou parapubliques, les fonds d'investissement, les fonds de couverture ainsi que les fondations¹⁴⁰.

Par ailleurs, malgré l'impression que peut laisser cette définition, les actionnaires institutionnels ne sont pas monolithiques ou fongibles. En effet, si on laisse parfois croire que les actionnaires constituent un groupe homogène qui souhaite maximiser la valeur de leur investissement, la réalité est toutefois autre puisque les actionnaires institutionnels, tout comme les sociétés dont ils détiennent les titres, possèdent des caractéristiques, des intérêts, des objectifs et des horizons de placements qui varient grandement d'un fonds à l'autre, ce qui est susceptible d'influencer leur façon de se comporter à titre d'actionnaires¹⁴¹.

2.1.1. Les caisses de retraite

Les caisses de retraite, qu'elles soient publiques ou privées, administrent des fonds qui assurent le versement de prestations aux bénéficiaires du régime au moment de leur retraite¹⁴². Alors que les caisses de retraite du secteur public administrent des fonds qui visent le versement de prestations aux employés ayant oeuvré dans le secteur public, comme la Caisse de retraite des employés municipaux de l'Ontario (OMERS), le Régime de

¹⁴⁰ S. ROUSSEAU et B. GAUTHIER, préc., note 136, à la page 37.

¹⁴¹ Bernard S. BLACK, "Shareholder Passivity Reexamined", préc., note 6, 596.

¹⁴² COMITÉ SÉNATORIAL PERMANENT DES BANQUES ET DU COMMERCE, Michael KIRBY, président, *Les pratiques de régie interne des investisseurs institutionnels*, novembre 1998, 36^e législature, 1^{re} session, 16^e rapport, en ligne : Comité sénatorial permanent des banques et du commerce <[http://parl.gc.ca/36/1/parlbus/commbus/senate/com-f/bank-f/rep-f/rep16nov98-f.htm#TABLE DES MATIÈRES](http://parl.gc.ca/36/1/parlbus/commbus/senate/com-f/bank-f/rep-f/rep16nov98-f.htm#TABLE%20DES%20MATIÈRES)>

retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario (OTPP) ou le Régime de pensions du Syndicat des employés et employées de la Fonction publique de l'Ontario (SEEFPO), les caisses de retraite du secteur privé détiennent des fonds qui sont pour leur part administrés par des entreprises ou d'autres entités non gouvernementales et qui constituent des régimes parallèles qui complètent en quelque sorte le régime étatique qui prévoit le versement d'une rente de base¹⁴³.

Les caisses de retraite tant publiques que privées se divisent en trois catégories : les régimes de retraite à cotisations déterminées (lorsque les cotisations patronales et, le cas échéant, les cotisations salariales ou la méthode pour les calculer sont déterminées à l'avance)¹⁴⁴, les régimes de retraite à prestations déterminées (lorsque la rente à être versée correspond à un montant déterminé ou à un pourcentage établi de la rémunération du

¹⁴³ Les caisses de retraite privées sont régies par la *Loi sur les régimes complémentaires de retraite* qui précise la structure que peut emprunter une caisse de retraite privée. Cette loi prévoit notamment qu'un régime de retraite est un contrat en vertu duquel le participant bénéficie d'une prestation de retraite dans des conditions et à compter d'un âge donné, dont le financement est assuré par des cotisations à la charge soit de l'employeur seul, soit de l'employeur et du participant. Par ailleurs, à moins qu'il ne soit garanti, tout régime de retraite doit avoir une caisse de retraite où sont notamment versés les cotisations ainsi que les revenus qui en résultent. Cette caisse constitue un patrimoine fiduciaire affecté principalement au versement des remboursements et prestations auxquels ont droit les participants et bénéficiaires. *Loi sur les régimes complémentaires de retraite*, L.R.Q., c. R-15.1, art. 6 al. 1 et 2.

¹⁴⁴ Dans un régime à cotisations déterminées, l'employeur (le répondant du régime) et, dans la plupart des cas, les employés, cotisent une somme prédéterminée périodiquement. Les cotisations s'accumulent et, à la retraite, l'employé obtient une pension déterminée par le rendement des placements du régime. Dans un régime à cotisation déterminée, l'employé assume le risque de placements médiocres, l'employeur ne lui garantissant ni un rendement ni le montant de la pension. Le montant reçu est donc susceptible de varier selon la fluctuation des marchés tant avant la retraite qu'après. Les régimes à cotisation déterminée sont devenus de plus en plus populaires dans les dernières années puisque certains employeurs ont souhaité diminuer leur risque. *Loi sur les régimes complémentaires de retraite*, préc., note 143, art. 7 al. 1; COMITÉ SÉNATORIAL PERMANENT DES BANQUES ET DU COMMERCE, Michael KIRBY, président, *Les pratiques de régie interne des investisseurs institutionnels*, novembre 1998, 36^e législature, 1^{re} session, 16^e rapport, en ligne : Comité sénatorial permanent des banques et du commerce <<http://parl.gc.ca/36/1/parlbus/commbus/senate/com-f/bank-f/rep-f/rep16nov98-f.htm#TABLE DES MATIÈRES>>.

participant)¹⁴⁵ et les régimes de retraite à cotisations et à prestations déterminées (lorsque le régime de retraite prévoit à l'avance les cotisations ainsi que la rente ou la méthode pour les calculer)¹⁴⁶.

De ce bref aperçu, il faut conclure que les caisses de retraite ne forment pas un ensemble homogène. Elles sont gérées de façons différentes et les options de placement sont appelées à varier selon le type de régime de pension et la proportion de membres en activité et de bénéficiaires retraités. Ainsi, les fonds qui comptent une majorité d'employés peuvent adopter une stratégie d'investissement plus dynamique, tandis que ceux ayant davantage de bénéficiaires retraités doivent adopter une approche plus équilibrée¹⁴⁷. Par ailleurs, les caisses de retraite ont tendance lors de la gestion de leurs fonds à conserver leurs investissements sur une période prolongée et à maintenir un ratio de rotation de portefeuille plus faible que les autres investisseurs institutionnels compte tenu de leur période de calcul qui s'étend sur une plus longue période.

En outre, tout régime privé de retraite doit, à compter de son enregistrement auprès de la Régie des rentes du Québec¹⁴⁸, être administré par un comité de retraite composé d'au moins trois membres, dont un, qui doit être indépendant¹⁴⁹. Les deux autres membres doivent être nommés lors de

¹⁴⁵ *Id.* Dans un régime à prestations déterminées, par contre, le répondant accepte de verser des sommes précises, connues à l'avance, aux employés admissibles au moment de leur retraite. C'est le répondant du régime qui assume le risque qu'il n'y ait pas suffisamment de fonds pour acquitter le versement des prestations. La plupart des régimes de pension publics et privés du Canada appartiennent à cette dernière catégorie. *Loi sur les régimes complémentaires de retraite*, préc., note 143, art. 7 al. 2.

¹⁴⁶ *Loi sur les régimes complémentaires de retraite*, précité, note 143, art. 7 al. 3.

¹⁴⁷ COMITÉ SÉNATORIAL PERMANENT DES BANQUES ET DU COMMERCE, préc., note 144.

¹⁴⁸ C'est le Surintendant des institutions financières qui assure la surveillance des caisses de retraite privée dans les secteurs qui relèvent de la compétence du gouvernement fédéral comme les télécommunications, la banque et les transports interprovinciaux.

¹⁴⁹ *Loi sur les régimes complémentaires de retraite*, préc., note 143, art. 147 al. 1. Soulignons que la durée du mandat d'un membre du comité de retraite ne peut excéder trois ans (art. 148 al. 1) et les membres qui ont ou devraient avoir, compte tenu de leur

l'assemblée annuelle par les employés (participants actifs) ainsi que par les bénéficiaires et les participants non actifs (retraités), ce qui limite l'intrusion de l'employeur dans l'administration de la caisse.

Dans le cadre de l'exercice de ses fonctions, la *Loi sur les régimes complémentaires de retraite* prévoit que le comité de retraite a l'obligation d'agir avec prudence, diligence et compétence, comme le ferait en pareilles circonstances une personne raisonnable; il doit aussi agir avec honnêteté et loyauté¹⁵⁰ dans le meilleur intérêt des participants et des bénéficiaires¹⁵¹. Seuls le comité de retraite, celui à qui a été délégué ce pouvoir ou, si le régime le prévoit, les participants peuvent décider des placements à faire avec l'actif du régime¹⁵². Si le régime autorise les participants à répartir entre divers placements tout ou partie des sommes portées à leur compte, il doit offrir au moins trois choix de placement qui, en plus d'être diversifiés et de présenter des degrés de risque et des rendements espérés différents, permettent la création de portefeuilles généralement adaptés aux besoins des participants¹⁵³.

profession ou de leur entreprise, des connaissances ou des aptitudes utiles sont tenus de les mettre en œuvre dans l'administration du régime de retraite (art. 151 al. 2).

¹⁵⁰ Le devoir de loyauté des administrateurs envers le régime et les bénéficiaires doit primer sur les intérêts de l'organisation qui les nomme et de toute autre partie. Cette règle devrait faire en sorte que les gestionnaires ne prennent pas de décisions de placement guidées par une volonté autre que celle des d'agir dans l'intérêt des bénéficiaires. La question qui se pose donc est de savoir s'il est dans l'intérêt des bénéficiaires que les fonds se mêlent de la gouvernance des sociétés dans lesquelles ils ont investi.

¹⁵¹ *Loi sur les régimes complémentaires de retraite*, préc., note 143, art. 151 al. 1. Notamment, s'il est lui-même participant ou bénéficiaire, un membre du comité de retraite doit exercer ses pouvoirs dans l'intérêt commun, en considérant son intérêt au même titre que celui des autres participants ou bénéficiaires (art. 158 al. 2). Par ailleurs, tout membre d'un comité de retraite doit, sans délai, notifier par écrit à ce comité l'intérêt qu'il a dans une entreprise et qui est susceptible de mettre en conflit son intérêt personnel et les devoirs de ses fonctions, ainsi que les droits autres que ceux résultant du régime, qu'il peut avoir dans la caisse de retraite ou faire valoir contre celle-ci, en spécifiant le cas échéant leur nature et leur valeur (art. 159 al. 2).

¹⁵² *Id.*, art. 168 al. 1.

¹⁵³ *Id.*, art. 168 al. 1.

Outre le fait que les placements doivent être faits conformément aux dispositions de la loi, ceux décidés par le comité de retraite ou le délégataire doivent également être en conformité avec la politique de placement¹⁵⁴. En effet, le comité de retraite doit se doter d'une politique écrite de placement, élaborée en tenant compte notamment du type de régime de retraite en cause, de ses caractéristiques et de ses engagements financiers¹⁵⁵. Dans ce cadre, soulignons que la politique de placement doit notamment prévoir des règles applicables à l'exercice du droit de vote que comportent les titres faisant partie de l'actif (sauf s'il en est déjà fait état au régime de retraite)¹⁵⁶.

Ainsi, à moins que les circonstances indiquent qu'il est raisonnable d'agir autrement, le comité de retraite doit tendre à composer un portefeuille diversifié de façon à minimiser les risques de pertes importantes¹⁵⁷. Si la mise en œuvre de ces politiques visant la diversification des placements et de gestion prudente du portefeuille vise à protéger les bénéficiaires, elle restreint également la réalisation de placements importants dans les titres d'une seule société¹⁵⁸. Notamment, l'actif du régime de retraite ne peut, directement ou indirectement, être placé dans des actions comportant plus de 30 % des droits de vote rattachés aux actions d'une personne morale¹⁵⁹. Par ailleurs, l'actif d'un régime de retraite ne peut, directement ou indirectement, être placé pour une proportion supérieure à 10 % de sa valeur comptable dans des titres contrôlés par l'employeur¹⁶⁰ et la Régie possède le pouvoir réglementaire de limiter autrement ou de prohiber le

¹⁵⁴ *Id.*, art. 168 al. 2.

¹⁵⁵ *Id.*, art. 169.

¹⁵⁶ *Id.*, L.R.Q., c. R-15.1, art. 170 al. 2.

¹⁵⁷ *Id.*, art. 171.1. Une contravention à cette règle est passible d'une amende de 500 \$ à 25 000 \$ (art. 257 par. 1).

¹⁵⁸ R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 6, 941.

¹⁵⁹ *Loi sur les régimes complémentaires de retraite*, préc., note 143, art. 175 al. 1. Note : Cette limite ne s'applique pas aux actions émises par une personne morale visée aux paragraphes c.1, c.2 ou c.3 de l'article 998 de la Loi sur les impôts (chapitre I-3).

¹⁶⁰ *Id.*, art. 172 al. 1. Un titre est contrôlé par l'employeur, notamment, s'il est émis par celui-ci ou s'il est émis par une société ou une personne morale dont l'employeur détient plus de 50 % des droits de vote.

placement de l'actif d'un régime de retraite dans certaines formes de placement¹⁶¹.

En ce qui concerne les caisses de retraite publiques, au Québec, l'ensemble des cotisations sont confiées à la Caisse de dépôt et placement qui agit comme gestionnaire de fonds¹⁶². Un comité composé de 25 membres d'origines diverses est, dans ce cadre, chargé d'établir, conjointement avec la Caisse de dépôt et placement, une politique de placement à l'égard des fonds provenant des cotisations des employés d'organismes publics. Comme le modèle québécois en cette matière possède des caractéristiques particulières, nous nous pencherons sur l'administration de ces fonds ultérieurement lorsque nous aborderons la question des gestionnaires de portefeuille. Par contre, l'Ontario Teachers' Pension Plan, créé en 1917, constitue un bon exemple de ce qu'est un régime public de retraite à prestation déterminée¹⁶³.

Le groupe Teachers, qui a été un régime administré par le gouvernement ontarien jusqu'en 1990, est doté d'un conseil indépendant¹⁶⁴ comptant neuf membres nommés par les deux répondants, soit le gouvernement de

¹⁶¹ *Id.*, art. 244 par. 9. Celui qui effectue un placement non conforme à la loi est, par ce seul fait et sans autre preuve de faute, responsable des pertes qui en résultent (il y aura responsabilité solidaire si les membres du comité approuvent un placement non conforme) (art. 180). Il y a toutefois une exception pour les personnes qui ont agi de bonne foi en se fondant sur l'avis d'un expert. L'article 248(1) de la Loi prévoit aussi que la Régie peut rendre une ordonnance prescrivant au comité de retraite, à celui qui a été délégué des pouvoirs ou à toute partie au régime de retraite de prendre, dans les délais et conditions fixés, toute mesure régulatrice qu'elle indique lorsqu'elle est d'avis que sa conduite est contraire à de saines pratiques financières.

¹⁶² *Loi sur le régime de retraite des employés du gouvernement et des organismes publics*, L.R.Q., c. R-10, art. 127.

¹⁶³ Aujourd'hui, le portefeuille du groupe Teachers est bien diversifié (l'actif se compose de 45 % d'actions (de sociétés ouvertes et de sociétés fermées), de 33% de placements sensibles à l'inflation et de 22 % de titres à revenu fixe et de stratégies de rendement absolu) et géré dans l'optique d'obtenir des rendements supérieurs aux indices de référence du marché. « Profil du RREO », en ligne : Régime de retraite des enseignants et des enseignantes de l'Ontario <<http://www.otpp.com/web/frwebsite.nsf/printview/companyprofil>>

¹⁶⁴ *Loi sur le régime de retraite des enseignants*, L.R.O. 1990, c. T.1, art. 1 et 3.

l'Ontario et la Fédération des enseignants de l'Ontario. Tout comme pour les comités régis par la *Loi sur les régimes complémentaires de retraite*, une des principales tâches du conseil est d'administrer le régime et d'en investir l'actif avec la prudence à laquelle on peut s'attendre d'une personne gérant les biens d'autrui¹⁶⁵. Même si la loi ne prévoit pas directement l'obligation d'adopter une politique d'investissement, cette obligation découle implicitement de l'obligation de prudence et de diligence qui s'impose aux membres du conseil. Enfin, la *Loi sur le régime de retraite des enseignants* prévoit que l'actif de la caisse de retraite, y compris la valeur actuelle des cotisations supplémentaires que doit verser le ministre de l'Éducation, doit être maintenu à un niveau suffisant pour faire face aux obligations du régime de retraite de façon continue.

2.1.2. Les fonds d'investissement

Il existe deux types de fonds d'investissement. En effet, la *Loi sur les valeurs mobilières*¹⁶⁶ de même que le Règlement 81-106¹⁶⁷, qui régit les obligations des fonds d'investissement en matière d'information continue, indiquent que la notion de fonds d'investissement vise tant les organismes de placement collectif (c.-à-d. les fonds communs de placement¹⁶⁸) que les fonds

¹⁶⁵ *Loi sur les régimes de retraite*, L.R.O. 1990, c. P.8, art. 22(1).

¹⁶⁶ *Loi sur les valeurs mobilières*, L.R.Q., c. V-1.1 (ci-après « L.v.m.Q. »).

¹⁶⁷ L'industrie des fonds d'investissement est par ailleurs hautement réglementée par la législation provinciale en matière de valeurs mobilières puisque les parts émises par les fonds d'investissement sont des valeurs mobilières. Au Québec, la réglementation du secteur des fonds communs de placement est comparable à celle qui prévaut ailleurs au Canada. Elle est assurée par l'Autorité des marchés financiers qui réglemente tout le secteur des services financiers. Assemblée nationale du Québec, Commission des finances publiques, *Les fonds communs de placement : La protection des épargnants au Québec*, Document de consultation, mars 2006, p. 5, en ligne : Assemblée Nationale du Québec <<http://www.assnat.qc.ca/fra/37legislature2/commissions/CFP/epargnants/epargnants.pdf>>.

¹⁶⁸ On appelle « organisme de placement collectif » les fonds d'investissement qui répondent à la définition de « fonds commun de placement » dans la législation en valeurs mobilières (généralement parce que leurs titres sont rachetables sur demande, à la valeur liquidative par titre). *L'instruction générale relative Règlement 81-106 sur l'information continue des fonds d'investissement*, (2005) 22 G.O. II, 2235, art. 1.2 (3) (ci-après « Règlement 81-106 »).

d'investissement à capital fixe¹⁶⁹. Dans ce cadre, la loi établit qu'un fonds d'investissement à capital fixe est un émetteur qui a pour objet principal d'investir les sommes fournies par les porteurs de ses titres, mais qui n'effectue pas d'investissement dans l'objectif d'exercer le contrôle ou de participer activement à la gestion des émetteurs dans lesquels il investit¹⁷⁰. Or, si un fonds d'investissement à capital fixe ne peut, en vertu des règles lui étant applicables, intervenir auprès de la direction d'une société dont il détient les titres afin de l'inciter à modifier ses choix de gestion, il en va autrement des organismes de placement collectif. En effet, la loi établit que les organismes de placement collectif (ci-après « OPC ») sont des émetteurs qui ont pour objet principal d'investir des sommes fournies par les porteurs de ses titres et dont les titres donnent à leur porteur le droit de recevoir sur demande un montant calculé en fonction de la valeur d'une quote-part de la totalité ou d'une partie de l'actif net de l'émetteur sans toutefois établir de limite quant à leur pouvoir d'intervention auprès des sociétés dont ils détiennent les titres¹⁷¹.

¹⁶⁹ Le Règlement 81-106 ne s'applique toutefois pas aux émetteurs assujettis constitués en vertu de la Loi constituant le Fonds de solidarité des travailleurs du Québec (F.T.Q.), de la Loi constituant Fondation, le Fonds de développement de la Confédération des syndicats nationaux pour la coopération et l'emploi et la Loi constituant Capital régional et coopératif Desjardins. Article 1.2 (4) du Règlement 81-106.

¹⁷⁰ L.v.m.Q., art. 5 « fonds d'investissement ».

¹⁷¹ L.v.m.Q., art. 5 « organisme de placement collectif ». Groupe de travail pour la modernisation de la réglementation des valeurs mobilières au Canada, *Le Canada s'engage*, André Fok KAM, "A Canadian Framework for Hedge Fund Regulation", vol. 3, p. 87, à la page 193, en ligne : Task Force to Modernize Securities Legislation in Canada <http://www.tfmsl.ca/docs/Volume3_en.pdf>; André FOK KAM, *From Conflict to Trust: How Mutual Funds Manage Conflicts of Interest*, FidRisk Collection, Toronto, Carswell, 2009, p. 3. Les organismes de placement collectifs possèdent ainsi deux caractéristiques principales. « First, their primary purpose is to invest the money subscribed by their investors. Each investor's subscription can be quite small, accounting to no more than a few dollars. The money is pooled and invested according to stated investment objectives. Retail investors are thus able to enjoy benefits, such as diversification and professional money management, which would otherwise be out of their reach. Secondly, investors can demand the redemption of their securities at a price which is calculated by reference to the net asset value of the mutual fund. The redemption proceeds must be paid on demand or within a specified period after demand, thereby making mutual funds an extremely liquid investment. »

Ainsi, de manière générale, les fonds d'investissement sont essentiellement des structures qui facilitent le placement collectif de l'épargne personnelle de nombreux investisseurs¹⁷², et qui donne à ces derniers un accès à l'expertise de gestionnaires professionnels en matière d'investissement¹⁷³, ainsi qu'à une possibilité de diversification accrue leur assurant une meilleure gestion de risque et un rendement qui normalement ne serait atteignable que par le placement de sommes plus importantes¹⁷⁴.

En outre, les OPC sont habituellement structurés de manière à ce que les porteurs de titres ne soient pas exposés au risque de perdre une somme plus grande que leur mise de fonds initiale. Il s'agit là d'un autre attribut très important, voire même essentiel, des OPC¹⁷⁵. En effet, la nature des fonds d'investissement implique que les sommes versées par les investisseurs soient placées dans un portefeuille de titres gérés par des professionnels selon une politique de placement, généralement exprimée en termes d'objectifs et de stratégies de placement établies dans l'optique de maximiser le rendement du fonds¹⁷⁶. Dans ce cadre, notons que la rentabilité du fonds est généralement évaluée en fonction d'un indice établi qui sera amené à varier en fonction de la performance générale des

¹⁷² Le montant minimal pour effectuer un placement est peu élevé, ce qui rend ce type de placement facilement accessible au petit investisseur.

¹⁷³ Les fonds d'investissement permettent aux investisseurs de confier la gestion de leur argent à des professionnels au lieu de prendre eux-mêmes la décision de le placer dans tel ou tel titre. *L'instruction générale relative au Règlement 81-106 sur l'information continue des fonds d'investissement*, art. 1.2 (1).

¹⁷⁴ Lise I. BEAUDOIN, *Le contrat de gestion de portefeuille de valeurs mobilières — Nature juridique, rôle des règles de l'administration du bien d'autrui, obligations des parties*, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 1994, p. 18.

¹⁷⁵ *Instruction générale relative au Règlement 81-102 sur les organismes de placement collectif*, art. 6.2(1), en ligne : Autorité des marchés financiers <<http://lautorite.qc.ca/userfiles/File/reglementation/valeurs-mobilieres/Normes/81-102IGfr.pdf>>.

¹⁷⁶ L'article 1.1 du Règlement 81-102 indique que les objectifs de placement d'un OPC définissent tant la nature fondamentale de celui-ci ainsi que les caractéristiques fondamentales de ses placements qui le distinguent des autres OPC. *Règlement 81-102 sur les organismes de placement collectif*, art. 1.1, en ligne : Autorité des marchés financiers <<http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/reglementation/valeurs-mobilieres/Normes/81-102fr.pdf>>.

marchés de valeurs¹⁷⁷ et que l'information relative au rendement des divers fonds d'investissement est généralement facile à obtenir puisque ces derniers sont considérés comme des émetteurs assujettis au sens de la *Loi sur les valeurs mobilières*. En ce sens, ils sont soumis à des règles les obligeant à divulguer l'information jugée pertinente (le fait que les parts sont vendues par le biais d'un prospectus et que les fonds doivent déposer des états financiers vérifiés annuels et semestriels participant à cette circulation de l'information en lien avec les fonds d'investissement).

Les décisions en matière d'investissement sont prises par une société de gestion ou un conseiller en valeurs qui agit pour le fonds en conformité avec la politique de placement établi par ce dernier et la réglementation applicable qui imposent des limites quant à la nature et à la taille des investissements. Notamment, les acquisitions et ventes doivent être effectuées en prenant en considération le fait qu'un organisme de placement collectif ne peut acquérir de titres d'un émetteur, effectuer une opération sur des instruments dérivés visés ou souscrire des parts indicielles, dans le cas où, à la suite de cette opération, plus de 10 % de l'actif net de l'organisme de placement collectif, calculé à la valeur au marché au moment de l'opération, serait employé en titres d'un émetteur¹⁷⁸.

¹⁷⁷ Ainsi lorsque l'indice de référence connaît un rendement négatif, il est vraisemblable que le fonds qui tente de répliquer cet indice connaisse également des pertes. Dans ce cadre, la performance d'un conseiller sera jugée d'après les pertes qu'il aura évitées en comparaison avec celles connues par l'indice répliqué. Groupe de travail pour la modernisation de la réglementation des valeurs mobilières au Canada, préc., note 171, à la page 119.

¹⁷⁸ *Règlement 81-102 sur les organismes de placement collectif*, préc., note 176, art. 2.1; Groupe de travail pour la modernisation de la réglementation des valeurs mobilières au Canada, préc., note 171, aux pages 196 et 197. Par ailleurs, l'article 2.2 du même règlement interdit à l'OPC d'acquérir quelque titre d'un émetteur dans le cas où, par suite de l'acquisition, l'OPC détiendrait des titres qui représenteraient plus de 10 % des éléments suivants : (i) soit les droits de vote se rattachant aux titres comportant droit de vote en circulation de cet émetteur; (ii) soit les titres de participation en circulation de cet émetteur. L'OPC ne peut non plus acquérir quelque titre dans le but d'exercer une emprise sur l'émetteur du titre ou de le gérer.

Tel que l'indique l'article 4.4 du Règlement 81-102 sur les organismes de placement collectif, le contrat de fiducie encadrant la charge de la personne qui remplit les fonctions de gestionnaire de l'OPC doit prévoir que le gestionnaire est responsable de toute perte que subit l'OPC en raison d'un défaut de sa part, ou de la part de toute personne dont les services sont retenus par le gestionnaire afin d'assumer ses responsabilités envers l'OPC. Ces derniers sont notamment responsables dans l'éventualité où l'exercice des pouvoirs et fonctions liés à la charge n'est pas accompli avec honnêteté, bonne foi et au mieux des intérêts de l'OPC ou que lorsque les obligations découlant de ce contrat ne sont pas réalisées avec toute la diligence et la compétence qu'une personne raisonnablement prudente exercerait dans les circonstances¹⁷⁹.

2.1.3. Les investisseurs multilatéraux

Jusqu'à la fin des années 1980, les institutions financières canadiennes menaient théoriquement leurs opérations dans quatre secteurs financiers distincts : le domaine bancaire, les fiducies, l'assurance et le courtage¹⁸⁰. Même si le décloisonnement et les multiples interrelations entre les institutions financières est venu changer le paysage financier canadien depuis maintenant plus d'une décennie pour donner place à une consolidation fonctionnelle des activités financières, un traitement segmenté permet une meilleure compréhension de l'encadrement et des limitations applicables aux différents secteurs¹⁸¹. Dans cette optique nous examinerons dans les prochaines pages le cadre réglementaire applicable aux sociétés d'assurances (2.1.3.1.) ainsi qu'au domaine bancaire (2.1.3.2.).

¹⁷⁹ *Règlement 81-102 sur les organismes de placement collectif*, préc., note 176 art. 4.4.

¹⁸⁰ C.C. NICHOLLS, préc., note 80, p. 227.

¹⁸¹ *Id.*, p. 228.

2.1.3.1. Les sociétés d'assurances

Au Canada, l'industrie de l'assurance touche à deux types de couverture : l'assurance de personne et l'assurance dommage. Par ailleurs, en plus d'offrir différents produits d'assurances, les firmes qui œuvrent dans ces deux domaines offrent également des produits financiers qui compétitionnent avec ceux qui sont offerts par les banques canadiennes et les autres institutions d'épargne¹⁸². Ainsi, dans un contexte où les sociétés d'assurances ont la gestion d'un actif important, il s'avère normal que ces dernières désirent investir ces sommes afin de les faire fructifier et d'être en mesure de répondre à leurs obligations. Dans ce cadre, la législation édicte certaines contraintes légales qui limitent notamment la portion de l'actif qu'ils peuvent investir sous la forme d'actions afin de permettre aux sociétés d'assurances de satisfaire à un degré élevé de liquidité¹⁸³.

Notamment, tout assureur doit se doter d'une politique de placement approuvée par le conseil d'administration qui doit par la suite s'assurer que les placements de la société d'assurances sont effectués conformément à cette politique¹⁸⁴. Cette politique de placement, qui doit porter une attention particulière aux dates d'échéance de ses placements afin que ces dernières concordent avec ses engagements financiers¹⁸⁵, doit également tenir compte de certaines contraintes légales¹⁸⁶, dont le fait que tout assureur doit

¹⁸² Les sociétés d'assurance-vie sont toutefois relativement moins importantes que les banques. *Id.*, p. 246. En effet, tel que le rappelle l'article 33.1 de la *Loi sur les assurances*, L.R.Q., c. A-32 (ci-après « *Loi sur les assurances* »), une société d'assurances peut offrir, en plus des services d'assurances, des produits et services financiers conformément à la loi. Voir également l'article 440 de *Loi sur les sociétés d'assurances*, L.C., 1991, c. 47 (ci-après « *Loi sur les sociétés d'assurances* »).

¹⁸³ En effet, l'achat d'une participation importante dans une société ouverte rendrait inévitablement ce placement difficile à liquider sans perte de valeur dans l'éventualité où le détenteur d'une police d'assurance effectuerait une réclamation importante.

¹⁸⁴ *Loi sur les assurances*, art. 93.88(5) (en ce qui a trait aux sociétés mutuelles d'assurance).

¹⁸⁵ *Loi sur les assurances*, art. 248.

¹⁸⁶ La *Loi sur les sociétés d'assurances* prévoit notamment que les sociétés d'assurances fédérales possèdent la « capacité d'une personne physique » en précisant toutefois qu'une

garder à toute époque au Canada¹⁸⁷, sous son propre contrôle, un actif d'une valeur au moins égale à la valeur réelle de ses engagements envers ses assurés au Canada. Enfin, soulignons que les assureurs ont également l'obligation de maintenir un capital et des liquidités suffisantes pour assurer une gestion saine et prudente¹⁸⁸ et qu'ils doivent exercer les pouvoirs de placement qui leurs sont conférés avec prudence et diligence en ayant recours à des pratiques de gestion saine et prudente relativement aux placements effectués¹⁸⁹.

Par ailleurs, l'article 244.1 de la *Loi sur les assurances* précise qu'un assureur ou une société mutuelle d'assurance ne peut acquérir, directement ou par l'entremise d'une société qu'ils contrôlent, plus de 30 % de l'avoir ou des droits de vote afférents aux actions d'une personne morale. Les droits de vote qu'ils acquièrent ne peuvent leur permettre d'élire plus du tiers des administrateurs de la personne morale¹⁹⁰. Dans l'éventualité où les limites permises sont dépassées, aucun des droits de vote liés à ces placements ne peut être exercé¹⁹¹. De même, l'article 493 de la loi fédérale interdit aux sociétés d'assurances d'acquérir le contrôle d'une entité autre qu'une entité admissible ou de détenir, d'acquérir ou d'augmenter un « intérêt de groupe financier » dans une telle entité¹⁹². La notion d'« intérêt de groupe

société ne peut toutefois exercer ses pouvoirs ou ses activités commerciales en violation de la loi. En matière de pouvoir, l'article 440 précise que les activités des sociétés d'assurances doivent se rattacher à la prestation de services financiers, sous réserve des interdictions contenues dans le texte de la *Loi sur les sociétés d'assurances*. *Loi sur les sociétés d'assurances*, art. 15(1), 15(2) et 440.

¹⁸⁷ Une règle similaire est applicable aux sociétés d'assurances québécoises. *Loi sur les assurances*, art. 269.

¹⁸⁸ *Loi sur les assurances*, art. 275 et 275.3.

¹⁸⁹ *Loi sur les assurances*, art. 244. Au fédéral, ce sont également les administrateurs des sociétés d'assurances qui ont la responsabilité d'élaborer les principes, normes et procédures en matière de placement sur le modèle de ceux qu'une personne prudente mettrait en œuvre dans la gestion d'un portefeuille de placement afin, d'une part, d'éviter des risques de pertes indus et, d'autre part, d'assurer un juste rendement. *Loi sur les sociétés d'assurances*, art. 165(1)(h) et 492.

¹⁹⁰ *Loi sur les assurances*, art. 244.1.

¹⁹¹ *Loi sur les assurances*, art. 245.0.1.

¹⁹² Le deuxième alinéa de l'article 10 de la *Loi sur sociétés d'assurances* précise que la personne qui détient un intérêt de groupe financier de la manière visée à l'alinéa 10(1)(a)

financier », importante pour déterminer quels sont les niveaux de placement que les sociétés d'assurances sont autorisées à effectuer, est définie à l'article 10¹⁹³ :

« 10(1) Une personne a un intérêt de groupe financier dans une personne morale quand elle-même et les entités qu'elle contrôle détiennent la propriété effective :

- (a) soit d'un nombre total d'actions comportant plus de dix pour cent des droits de vote attachés à l'ensemble des actions en circulation de celle-ci;
- (b) soit d'un nombre total d'actions représentant plus de vingt-cinq pour cent de l'avoir des actionnaires de celle-ci. »

Ainsi, en vertu de la législation fédérale, il est impossible, sauf en vertu de certaines exceptions prévues dans la réglementation, pour une société d'assurances d'acquérir directement le contrôle d'une société canadienne afin d'influencer sa gestion ou de détenir plus de 10 % des droits de vote de cette dernière.

Malgré qu'elles aient la possibilité de faire l'acquisition d'une participation importante dans une société et d'intervenir auprès des dirigeants de ces dernières afin d'influencer leur gouvernance, les sociétés d'assurances, de par leurs besoins de liquidité, ont plutôt favorisé les placements à long terme pour faire face à leurs engagements en investissant essentiellement dans des obligations d'État, ainsi que dans des actions privilégiées et des actions

augmente son intérêt de groupe financier quand elle-même ou toute entité qu'elle contrôle acquiert à titre de véritable propriétaire un nombre d'actions de la personne morale qui augmente le pourcentage des droits de vote attachés à l'ensemble des actions qu'elles détiennent à titre de véritable propriétaire. La personne augmente également son intérêt de groupe financier lorsqu'elle acquiert le contrôle d'une entité qui détient à titre de véritable propriétaire un nombre d'actions de la personne morale qui augmente le pourcentage des droits de vote attachés à l'ensemble des actions qu'elles détiennent à titre de véritable propriétaire. La personne qui détient un intérêt de groupe financier de la manière visée à l'alinéa 10(1)(b) augmente son intérêt de groupe financier de la même manière (voir l'alinéa 10(3) de la *Loi sur les sociétés d'assurances*).

¹⁹³ L'article 2 de la *Loi sur les sociétés d'assurances* nous réfère à cette disposition en ce qui concerne la définition de cette notion.

ordinaires. Par ailleurs, leur historique législatif¹⁹⁴, ainsi que les pressions commerciales dont elles peuvent faire l'objet, ont développé une culture de passivité actionnariale en limitant leur participation dans la croissance des sociétés canadiennes¹⁹⁵. L'impact de ces diverses limitations étant abordé plus loin, attardons-nous pour l'instant aux règles encadrant le fonctionnement des institutions bancaires.

2.1.3.2. Les fonds des institutions bancaires¹⁹⁶

C'est la *Loi sur les banques* qui définit les champs d'activités et les pouvoirs des banques au Canada. Cette dernière, qui vise essentiellement à préserver l'intégrité du milieu bancaire et à maintenir la confiance dans ce système en général, et dans le système de paiement en particulier¹⁹⁷, reconnaît aux banques la « capacité d'une personne physique¹⁹⁸ » en précisant toutefois qu'une banque ne peut exercer ses pouvoirs ou ses activités commerciales en violation de la législation applicable¹⁹⁹. En matière de pouvoir, l'article 409 précise par ailleurs que les activités des banques doivent se rattacher aux opérations bancaires, sous réserve des interdictions

¹⁹⁴ En effet, les sociétés d'assurances peuvent depuis 1899 investir dans les sociétés ouvertes et faire l'acquisition de titres de ces dernières. Toutefois, soulignons qu'en 1906 certaines modifications à la loi limitant les investissements dans les sociétés ont toutefois été adoptées. Différentes mesures ont par la suite diminué les exigences en matière d'investissement puis augmenté ces restrictions en les rendant plus contraignantes. Malgré cela, historiquement, les assureurs ont cherché à faire coïncider leur stratégie d'investissement et leurs obligations éventuelles de paiement des réclamations pouvant être effectuées par leurs assurés. Ce faisant, leurs actifs ont naturellement été investis dans des obligations à long terme et de créances hypothécaires à long terme. Helmut H. BINHAMMER, *Money, Banking and the Canadian Financial System*, 6^e éd., Nelson Canada, Scarborough (Ont.), 1993, p. 230; R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 6, 938.

¹⁹⁵ Ronald J. DANIELS et Paul HALPERN, "Too Close for Comfort: The Role of the Closely Held Public Corporation in the Canadian Economy and the Implications for Public Policy", (1995) 26 *Can. Bus. L.J.* 11, 35-37.

¹⁹⁶ Par l'expression « institutions bancaires », nous visons les banques, les caisses populaires ainsi que les autres institutions de dépôt.

¹⁹⁷ C.C. NICHOLLS, préc., note 80, p. 235.

¹⁹⁸ *Loi sur les banques*, L.C. 1991, c. 46, art. 15(1).

¹⁹⁹ *Id.*, art. 15(2).

contenues dans le texte de la Loi²⁰⁰, tandis que l'article 415 de la *Loi sur les banques* précise qu'il est interdit aux banques de faire, au Canada, le commerce des valeurs mobilières sauf dans la mesure prévue par les règlements pris par le gouverneur en conseil²⁰¹. De plus, la Loi prévoit qu'aucune banque ne peut faire l'acquisition ou augmenter ses placements dans une entité autrement que de la manière prévue par le législateur. À cet effet, l'article 466 de cette loi interdit aux banques d'acquérir le contrôle d'une entité autre qu'une entité admissible ou de détenir, d'acquérir ou d'augmenter²⁰² un « intérêt de groupe financier » dans une telle entité. La notion d'« intérêt de groupe financier », importante pour déterminer quels sont les niveaux de placement que les banques sont autorisées à effectuer²⁰³, est définie à l'article 10²⁰⁴ :

²⁰⁰ *Id.* Le deuxième alinéa de l'article 409 énonce que sont notamment considérés comme des opérations bancaires : (a) la prestation de services financiers; (b) les actes accomplis à titres d'agent financier; (c) la prestation de services de conseil en placement et de gestion de portefeuille; (d) l'émission de cartes de paiement, de crédit ou de débit et, conjointement avec d'autres établissements, y compris les institutions financières, l'utilisation d'un système de telles cartes. C.C. NICHOLLS, préc., note 80, p. 232.

²⁰¹ Le *Règlement sur les restrictions applicables au commerce des valeurs mobilières (banques)*, DORS 92-279 modifié par le règlement DORS 92-364 énonce notamment des restrictions relatives au placement primaire d'actions, à l'échange sur le marché secondaire d'actions ou de titres de participation et à l'exercice de la fonction d'agent de placement dans le placement de fonds mutuels. Malgré cela, tel que nous le verrons, une banque peut effectuer des transactions en matière de valeurs mobilières pour son propre compte. Article 3(1) du *Règlement sur les restrictions applicables au commerce des valeurs mobilières (banques)*.

²⁰² Le deuxième alinéa de l'article 10 de la *Loi sur les banques* précise que la personne qui détient un intérêt de groupe financier de la manière visée à l'alinéa 10(1)(a) augmente son intérêt de groupe financier quand elle-même ou toute entité qu'elle contrôle acquiert à titre de véritable propriétaire un nombre d'actions de la personne morale qui augmente le pourcentage des droits de vote attachés à l'ensemble des actions qu'elles détiennent à titre de véritable propriétaire. La personne augmente également son intérêt de groupe financier lorsqu'elle acquiert le contrôle d'une entité qui détient à titre de véritable propriétaire un nombre d'actions de la personne morale qui augmente le pourcentage des droits de vote attachés à l'ensemble des actions qu'elles détiennent à titre de véritable propriétaire. La personne qui détient un intérêt de groupe financier de la manière visée à l'alinéa 10(1)(b) augmente son intérêt de groupe financier de la même manière (voir l'alinéa 10(3) de la *Loi sur les banques*, préc., note 198).

²⁰³ Johanne L. RÉMILLARD, « Banques et caisses populaires : rétrospective sur la réforme bancaire et étude comparée », dans Service de la formation permanente, Barreau du Québec, *Développements récents en droit bancaire (1991)*, Éditions Yvon Blais, Cowansville, 1991, p. 187, à la page 197.

²⁰⁴ L'article 2 de la *Loi sur les banques*, préc., note 198 nous réfère à cette disposition en ce qui concerne la définition de cette notion.

« 10(1) Une personne a un intérêt de groupe financier dans une personne morale quand elle-même et les entités qu'elle contrôle détiennent la propriété effective :

- (a) soit d'un nombre total d'actions comportant plus de dix pour cent des droits de vote attachés à l'ensemble des actions en circulation de celle-ci;
- (b) soit d'un nombre total d'actions représentant plus de vingt-cinq pour cent de l'avoir des actionnaires de celle-ci. »

Ainsi, il est impossible pour une banque d'acquérir directement le contrôle d'une société canadienne afin d'influencer sa gestion ou de détenir plus de 10 % des droits de vote de cette dernière, sauf pour les exceptions prévues dans la réglementation²⁰⁵. Cette règle, qui s'explique par le fait que les institutions financières ont l'obligation de maintenir un certain degré de liquidité afin de satisfaire les demandes de leurs clients qui peuvent retirer les montants déposés auprès de l'institution sans véritable préavis, fait en sorte que la possession d'une participation importante au sein d'une société afin d'exercer une certaine forme d'activisme constitue un mauvais choix de placement s'il s'avère par la suite difficile de se départir de cet investissement.

En cette matière, l'article 465 de la Loi précise d'ailleurs que le conseil d'administration doit établir des principes, normes et procédures sur le modèle de ceux qu'une personne prudente²⁰⁶ mettrait en place afin d'assurer la bonne gestion d'un portefeuille de placement et de prêt, le tout afin d'éviter des risques de perte indus et d'assurer un juste rendement.

²⁰⁵ J.L. RÉMILLARD, préc., note 203, à la page 214. Ces dispositions imposent des règles qui veillent à ce que les banques aient un capital largement réparti et à ce qu'aucune personne ne détienne plus de 10 % d'une catégorie d'actions.

²⁰⁶ « A reasonable and prudent person refers to the concept of a level of care, compared to like persons, in like circumstances, who would meet tests of a normalized but cautious approach to the matter at hand. » Alison R. MANZER, *The Bank Act Annotated*, Butterworths, Markham (Ont.), 1993, p. 371.

Les caisses populaires, pour leur part, jouissent de pouvoirs semblables à ceux des banques. En effet, tout comme les banques, les caisses populaires possèdent le pouvoir d'effectuer différents placements, avec prudence et diligence²⁰⁷, dans le meilleur intérêt de leurs membres²⁰⁸, si elle se conforme aux règlements de sa fédération concernant la suffisance de sa base

Plus spécifiquement, l'article 473 de la *Loi sur les coopératives de services financiers*²¹⁰ prévoit qu'une coopérative de services financiers ne peut acquérir, seule ou conjointement avec une caisse ou une fédération de son réseau, plus de 30 % de l'avoir ou des droits de vote afférents aux actions d'une personne morale²¹¹.

Cette différence importante entre les pouvoirs en matière de placement que l'on a accordés aux composantes du Mouvement Desjardins et ceux accordés aux banques dans le cadre de la *Loi sur les banques* s'expliquent

²⁰⁷ *Loi sur les coopératives de services financiers*, L.R.Q., c. C-67.3, art. 66 et 468.

²⁰⁸ *Id.*, art. 64.

²⁰⁹ La fédération à la caisse a le pouvoir d'établir des normes de gestion saine et prudente pour les caisses, notamment en matière de placement, de capitalisation et de liquidité. *Id.*, art. 372 et 469.

²¹⁰ *Id.*, art. 473.

²¹¹ Ce pourcentage, plus élevé que ceux qui s'appliquent aux banques (à savoir : 10 % votant ou 25 % de l'avoir global des actionnaires), s'explique notamment par la volonté du législateur de créer un environnement qui permet aux coopérations de services financiers du Québec de faire face à la concurrence. En effet, au mois de juin 2000, le législateur québécois a entrepris un certain nombre de changements afin d'alléger, simplifier et clarifier la réglementation du secteur des caisses d'épargne et de crédit et de leur donner la modernité requise pour faire le commerce des services financiers étant donné les profondes transformations de l'ensemble des institutions financières et faire face à la concurrence intense qui a cours dans le milieu des services financiers : « Alors, il faut que la législation du Québec qui régit ces institutions leur permette vraiment de faire face à la concurrence. Ce n'est qu'ainsi qu'elles pourront continuer à contribuer au maintien d'un secteur financier québécois vigoureux, surtout en regard de ce que j'ai dit, du 50 % du marché qu'elles détiennent. Si jamais ce 50 % s'affaiblit, c'est l'ensemble du marché québécois qui s'affaiblit et qui serait menacé de déplacement. Le désir de mettre en place un cadre législatif concurrentiel a donc guidé l'élaboration de notre projet de loi. » Travaux parlementaires entourant l'adoption du projet de loi N° 126, *Loi sur les coopératives de services financiers*, 36^e législature, 1^{re} session (du 2 mars 1999 au 9 mars 2001), 1^{er} juin 2000, M. Bernard Landry, cahier No 115, pages 6434-6437, en ligne : Assemblée nationale du Québec <<http://www.assnat.qc.ca/fr/travaux-parlementaires/assemblee-nationale/36-1/journal-debats/20000601/9357.html#000601098>>.

aisément²¹². En effet, tel que le soulignait Johanne Rémillard, le Mouvement Desjardins s'inscrit depuis toujours, et de façon très naturelle, à l'intérieur de l'effort de développement de la société québécoise, alors que les banques demeurent des institutions fédérales qui sont essentiellement appelées à interagir à l'intérieur d'un encadrement économique, politique et territorial beaucoup plus vaste, et par le fait même plus complexe²¹³. De ce fait, les divergences que l'on retrouve dans la législation sur les banques et celle sur les coopératives de services financiers trouvent leur origine au plan des philosophies distinctes qui justifient l'existence des banques et du Mouvement Desjardins, dans les différences structurelles existant entre les deux institutions, et également dans l'étendue du rôle économique que les législateurs fédéral et provincial ont bien voulu leur octroyer, chacun en relation avec une problématique et un contexte territorial bien particulier²¹⁴.

Par ailleurs, la composante coopérative du Mouvement Desjardins se distingue également des banques de par la latitude juridique qui lui est octroyée. En effet, chaque caisse et chaque fédération constituent une entité juridique distincte, dotée de pouvoirs qui lui sont propres, tout en demeurant une composante au rôle bien défini à l'intérieur d'un ensemble organisationnel beaucoup plus large. Cette spécificité de la structure des caisses populaires accorde une plus grande souplesse d'action et d'interaction financière pour chacune des composantes comme pour l'ensemble du Mouvement Desjardins²¹⁵. Cette latitude se perçoit également à la lecture des règles en matière de solvabilité qui encadre les coopératives de services financiers. En effet, les exigences réglementaires visant à assurer le maintien de la solvabilité des coopératives de services financiers prévoient que les coopératives de services financiers sont tenues à une obligation de résultat plutôt qu'à une obligation de moyen.

²¹² J.L. RÉMILLARD, préc., note 203, à la page 252.

²¹³ *Id.*, à la page 253.

²¹⁴ *Id.*, aux pages 252 et 254.

²¹⁵ *Id.*, à la page 251.

Enfin, si l'article 66 de la *Loi sur les coopératives de services financiers* prévoit que les caisses doivent suivre des pratiques de gestion saine et prudente²¹⁶, la loi ne spécifie toutefois pas les moyens qui doivent être mis en place pour s'assurer d'une conformité à ces exigences en matière de gestion²¹⁷. De ce fait, il appartient aux coopératives de services financiers d'adopter les pratiques de gestion qui s'avèrent les plus appropriées, compte tenu de la nature de leurs activités. Cet encadrement plus laxiste vise à offrir aux coopératives de services financiers toute la souplesse dont elles ont besoin pour mettre en œuvre des pratiques de gestion plus modernes²¹⁸.

Bien que les banques canadiennes ainsi que les caisses populaires jouent un rôle clé dans le système financier et le développement économique du Québec et du Canada et constituent sans doute les institutions financières les plus importantes sur le territoire, le rôle de ces institutions au sein du marché des valeurs mobilières a traditionnellement été plutôt effacé. En effet, même si le décloisonnement des institutions financières est venu modifier la situation économique canadienne, il demeure que les banques ainsi que les caisses populaires interviennent rarement dans la gestion des sociétés dont elles détiennent les titres. De fait, sauf les situations d'insolvabilité ou de quasi-insolvabilité, ces institutions financières n'assumeront généralement qu'un rôle limité ou un rôle de soutien en matière de gouvernance des sociétés ouvertes.

²¹⁶ *Loi sur les coopératives de services financiers*, préc., note 207, art. 66.

²¹⁷ Néanmoins, il est prévu que la fédération peut établir des normes de gestion saine et prudente pour les caisses, notamment en matière de placement, de capitalisation et de liquidités. *Id.*, art. 374 et 469 et art. 461 al. 2.

²¹⁸ Travaux parlementaires entourant l'adoption du projet de loi N° 126, *Loi sur les coopératives de services financiers*, 36^e législature, 1^{re} session (du 2 mars 1999 au 9 mars 2001), 1^{er} juin 2000, M. Bernard Landry, cahier No 115, pages 6434-6437, en ligne : Assemblée nationale du Québec <<http://www.assnat.qc.ca/fr/travaux-parlementaires/assemblee-nationale/36-1/journal-debats/20000601/9357.html#000601098>>.

2.1.4. Les gestionnaires de portefeuille

De nombreux participants du secteur des services financiers, notamment les banques, les courtiers en valeurs mobilières, les fonds d'investissement et les sociétés d'assurances, ont recours aux services des gestionnaires de portefeuille²¹⁹ afin d'obtenir une expertise spécifique qui leur permet d'obtenir un meilleur rendement, de diversifier leurs placements ainsi que le style de gestion de leurs actifs et d'alléger le travail de gestion qu'ils doivent effectuer à l'interne²²⁰. Dans ce cadre, les gestionnaires de portefeuille se voient déléguer la gestion de sommes dont ils doivent maximiser la valeur, notamment en faisant l'acquisition ou la vente d'actions conformément aux objectifs de placement de leurs clients et en respectant la stratégie de placement qu'ils auront préalablement établie²²¹. Si les activités des gestionnaires de portefeuille sont en partie réglementées par la législation en matière de valeurs mobilières²²², il demeure qu'un des principaux

²¹⁹ Canadian Securities Institute, Gestionnaire de portefeuille, en ligne : CSI <https://www.csi.ca/student/fr_ca/career/portfolio/pm.xhtml>.

²²⁰ Solveig JANSON, "Second Thoughts about Outside Managers", *Institutional Investor*, juillet 1987, p. 137-138, dans Stéphane ROUSSEAU, *Analyse de l'émergence de l'activisme des investisseurs institutionnels au sein des compagnies publiques*, Mémoire présenté à la Faculté de droit de l'Université Laval, novembre 1995, p. 29 [non publié].

²²¹ Cette délégation du pouvoir de gestion d'un portefeuille financier peut être accompagnée ou non d'une délégation du pouvoir d'exercer le droit de vote rattaché aux titres détenus. Le cas échéant, la délégation du pouvoir d'exercer le droit de vote de son client confère une importance certaine aux gestionnaires de portefeuille qui peuvent dans ce cadre influencer les dirigeants des sociétés dont les titres font partie du portefeuille géré sans toutefois devoir supporter l'ensemble des conséquences économiques découlant de leurs actions.

²²² Depuis septembre 2009, les gestionnaires de portefeuille ainsi que les gestionnaires de fonds d'investissement doivent s'inscrire à ce titre auprès de l'Autorité des marchés financiers afin de pouvoir exercer leurs activités. Soulignons toutefois que l'obligation d'inscription à titre de gestionnaire de fonds d'investissement ne s'applique pas à la personne physique agissant pour le compte d'un gestionnaire de fonds d'investissement inscrit. *Règlement 31-103 sur les obligations et dispenses d'inscription*, art. 2.3, en ligne : Autorité des marchés financiers <<http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/valeurs-mobilieres/31-103/2009-09-28/2009sept28-31-103-vadmin-fr.pdf>>. Ces règles, qui n'énoncent pas de limitations quant à la composition du portefeuille qui doit être géré, ces détails devant être réglés par négociation privée, édictent plutôt des règles de solvabilité et de formation professionnelle pour les personnes désirant assumer le rôle de gestionnaire.

gestionnaires de portefeuille québécois, la Caisse de dépôt et placement, est assujetti à une loi particulière²²³.

Créée en 1965, la Caisse de dépôt et placement est l'un des plus importants gestionnaires de fonds institutionnels au Canada²²⁴. Mandataire de l'État²²⁵, la Caisse s'est vu confier la mission de recevoir des sommes déposées conformément à la loi et de les gérer en recherchant le rendement optimal du capital des déposants dans le respect de leur politique de placement tout en contribuant au développement économique du Québec²²⁶. Cette double mission, confiée à la Caisse de dépôt et placement, n'a pas manqué de soulever certaines interrogations sur son rôle premier²²⁷. En effet, la possibilité pour cette dernière de considérer des objectifs accessoires lors de son évaluation de la valeur des placements a soulevé un questionnement légitime sur le conflit qu'il peut y avoir entre ces objectifs traditionnels liés au rendement et au risque et ces objectifs accessoires²²⁸.

²²³ La Caisse de dépôt et placement était, par ailleurs, classée au premier rang des gestionnaires de portefeuille les plus importants au Canada en novembre 2007. "Top 40 Money Managers", novembre 2007, p. 31-32, en ligne : Benefits Canada <www.benefitscanada.com>.

²²⁴ Stephen BROOKS, "The State as Financier: A Comparison of the Caisse de dépôt et placement du Québec and Alberta Heritage Savings Trust Fund", (1987) 13 *Canadian Public Policy* 318, 319.

²²⁵ *Loi sur la Caisse de dépôt et placement du Québec*, L.R.Q. c. C-2, art. 4.

²²⁶ *Id.*, art. 4.1 et art. 18.

²²⁷ Ces interrogations ne semblent pas avoir pris fin avec l'adoption de l'article 4.1 en 2004. Adopté sous bâillon en toute vitesse à la veille de Noël, le projet de loi 78, qui visait à moderniser la structure de la Caisse de dépôt et placement et à en préciser la mission, a entraîné un certain nombre de questions en ce qui a trait au choix des termes utilisés dans le texte de l'article et sur leur impact sur le rôle de la Caisse comme instrument de croissance et levier économique de la province de Québec. Tel que le soulignait M. François Legault, alors porte-parole de l'opposition officielle en matière de finances, de par la rédaction de l'article 4.1 on peut craindre que la Caisse de dépôt ne puisse faire du développement économique que si et seulement si c'est un placement qui donne un rendement optimal. Or, le gouvernement de Jean Lesage lors de la création de la Caisse de dépôt souhaitait instaurer un outil favorisant la création et le développement économique au sein de la province. En effet, bien que la mission de la Caisse de dépôt n'ait jamais été fixée par un texte législatif, le discours inaugural du premier ministre de l'époque, Jean Lesage, avait fixé les balises de cette mission économique.

²²⁸ Selon quelques observateurs de la scène financière, le deuxième volet de la mission de la Caisse de dépôt est critiquable en ce qu'il permet d'agir conformément à des visées politiques de façon à privilégier des investissements de nature locale au détriment des

Par ailleurs, le rôle du gouvernement dans l'administration des affaires de la Caisse n'est sans doute pas étranger à ces inquiétudes face à la mise en œuvre de ce double rôle qui peut sembler paradoxal. En effet, les affaires de la Caisse sont administrées par un conseil d'administration composé d'un minimum de neuf membres où les membres du conseil, autres que le président du conseil et le président et chef de la direction, sont nommés par le gouvernement, après consultation du conseil, pour un mandat d'au plus cinq ans²²⁹. Or, si avant 2004, il y avait des postes réservés pour certains groupes spécifiés dans la loi (notamment les associations de salariés et les administrateurs de coopérative), ces postes ont depuis disparu laissant totalement place à des nominations partisans par le gouvernement en place. Le gouvernement fixe également le traitement, les honoraires ou les allocations de tous les membres du conseil d'administration à l'exception du président et du chef de la direction et nomme également le président du conseil d'administration²³⁰.

Néanmoins, afin de protéger la Caisse contre la possibilité de nominations partisans s'avérant possiblement néfastes pour l'intérêt des Québécoises et Québécois, l'article 5.5 prévoit qu'au moins les deux tiers des membres du conseil, dont le président du conseil, doivent être indépendants et ne doivent pas avoir de relations ou d'intérêts susceptibles de nuire à la qualité de leurs décisions eu égard aux intérêts de la Caisse²³¹. Le respect de cette règle établissant une certaine distance entre le gouvernement et le centre

intérêts de ses bénéficiaires. De même, ce volet de la mission de la Caisse de dépôt pourrait, dans certains cas, se révéler incompatible avec l'intérêt de la société dont elle est actionnaire. Selon cette critique, la Caisse de dépôt pourrait, par exemple, préférer qu'une société soit gérée de manière à promouvoir le développement économique du Québec, et ce, au détriment de ses résultats financiers. S. ROUSSEAU et B. GAUTHIER, préc., note 136, à la page 46. Soulignons que le législateur québécois a expressément cherché en 2004 à diminuer ces risques de conflits en ajoutant un article établissant la mission de la Caisse de dépôt dans sa loi constitutive faisant du développement économique du Québec une mission secondaire.

²²⁹ *Loi sur la Caisse de dépôt et placement du Québec*, préc., note 225, art. 5.

²³⁰ *Id.*, art. 5.1.

²³¹ *Id.*, art. 5.5. Ceci implique notamment qu'un membre indépendant ne peut être à l'emploi du gouvernement ou d'un organisme ou d'une entreprise du gouvernement.

décisionnel en ce qui a trait aux décisions d'investissement est primordiale considérant l'importance de la Caisse de dépôt et placement pour le développement économique du Québec puisqu'elle limite la possibilité que d'autres considérations que la réalisation de sa mission et la poursuite de ses objectifs viennent influencer le processus décisionnel de la Caisse relativement aux sommes importantes qui lui sont confiées.

Partant, la direction et la gestion de la Caisse sont confiées au président et chef de la direction. Malgré ce choix, c'est toutefois le conseil d'administration qui édicte les règlements de la Caisse, lesquels sont soumis pour approbation au gouvernement²³². Par ailleurs, le conseil d'administration doit par résolution établir les orientations et les politiques d'encadrement de la gestion du risque²³³, approuver les politiques, normes et procédures en matière de placement et adopter une politique d'investissement socialement responsable²³⁴. Dans ce cadre, la Caisse doit agir, compte tenu de l'ensemble de l'actif, comme le ferait en pareilles circonstances une personne prudente et raisonnable²³⁵.

La Loi sur la Caisse de dépôt et placement du Québec prévoit que la Caisse peut dans sa gestion du capital des déposants²³⁶ effectuer différents types

²³² *Id.*, art. 13.

²³³ La Caisse doit adopter une politique d'investissement pour chaque portefeuille spécialisé qui établit, entre autres, les objectifs de rendement, les limites de risque et les titres admissibles. *Id.*, art. 36.2.

²³⁴ *Id.*, art. 13.1.

²³⁵ *Id.*, art. 31.1.

²³⁶ Les déposants (que l'on peut comparer à des clients) sont des caisses de retraite (par ex. : le Fonds du Régime de rentes du Québec, le Régime de retraite des employés du gouvernement et des organismes publics, le Régime de retraite du personnel d'encadrement, ainsi que le Régime supplémentaire de rentes pour les employés de l'industrie de la construction du Québec), des régimes d'assurance publics et privés (par ex. : la Société d'assurance automobile du Québec, le Fonds de la santé et sécurité du travail et l'Autorité des marchés financiers), ainsi que divers organismes publics et privés (par ex. : Fonds des générations et Fonds d'indemnisation des clients des agents de voyages de l'Office de protection du consommateur). La Caisse n'a cependant pas le mandat de recevoir des fonds provenant de particuliers ou d'entreprises privées. Ainsi, la Caisse peut recevoir en dépôt des sommes d'argent provenant d'un régime complémentaire

de placement²³⁷. Spécifiquement, la Caisse peut notamment acquérir et détenir des obligations émises par le Québec ou garanties par lui, des obligations ou autres titres de créance émis par une personne morale sous certaines conditions²³⁸, des immeubles lorsqu'elle respecte les limites prescrites²³⁹, des actions privilégiées d'une personne morale dont les actions ordinaires constituent un placement admissible²⁴⁰, ainsi que des actions ordinaires d'une personne morale dont les actions offrent un potentiel de rendement ou d'appréciation²⁴¹. Lorsque la Caisse fait l'acquisition d'actions et de titres de créance de personnes morales, elle est toutefois soumise aux restrictions suivantes :

- (a) elle ne peut détenir plus de 30 % des actions ordinaires ou d'une catégorie d'actions ordinaires d'une même personne morale;

de retraite auquel contribue une commission scolaire ou un organisme dont les ressources proviennent, pour plus de la moitié du fonds consolidé du revenu et du régime de retraite des employés du gouvernement et des organismes publics établis par la *Loi sur le régime de retraite des employés du gouvernement et des organismes publics*, préc., note 162. Pour la gestion des dépôts et placements et aux fins de déterminer les droits respectifs des déposants, la Caisse établit des caisses communes comprenant un fonds général, un fonds de trésorerie et des fonds et portefeuilles spécialisés et des caisses distinctes comprenant des fonds particuliers et des portefeuilles à gestion distincte. *Loi sur la Caisse de dépôt et placement du Québec*, préc., note 225, art. 22. Voir également à ce sujet le *Règlement de régie interne de la Caisse de dépôt et placement du Québec*, R.R.Q. 1981, c. C-2, r. 2, art. 31 et suiv. La Caisse doit conseiller ses déposants en matière de placement. Elle peut conclure avec chacun de ses déposants une entente de service où elle détermine les services qu'elle lui offre, les fonctions et responsabilités qu'elle assume, les modes d'information et de communication qu'elle convient d'utiliser ainsi que les modalités de la reddition de compte à laquelle elle s'engage.

²³⁷ *Loi sur la Caisse de dépôt et placement du Québec*, préc., note 225, art. 24 et suiv.

²³⁸ Notamment, s'ils sont pleinement garantis par hypothèque sur bien-fonds et outillage ou par hypothèque sur des titres de créance admissibles comme placement pour la Caisse; ou s'ils sont garantis par hypothèque sur outillage et la personne morale a intégralement acquitté les intérêts sur ses autres dettes au cours des dix années précédant l'acquisition; ou s'ils sont émis ou pleinement garantis par une personne morale dont la Caisse peut, en vertu des articles 30 ou 31, acquérir et détenir les actions ordinaires ou privilégiées. *Loi sur la Caisse de dépôt et placement du Québec*, préc., note 225, art. 27.

²³⁹ *Id.*, art. 29.

²⁴⁰ *Id.*, art. 30.

²⁴¹ La Caisse ne peut détenir pour plus de quatre ans tout titre qu'elle détient par suite de la réorganisation, de la liquidation ou de la fusion d'une personne morale et qu'elle ne pourrait autrement détenir en vertu de la loi. *Id.*, art. 31 et 36.

- (b) elle ne peut investir en unités de fonds indexés et en actions ordinaires plus de 70 % de son actif total;
- (c) elle ne peut acquérir des titres qui portent son investissement total en actions et titres de créance émis par une même personne morale à plus de 5 % de son actif total²⁴².

Toutefois, la Caisse peut acquérir et détenir, sans restriction, la totalité ou une partie des actions ou autres titres d'une personne morale dont la spécialité est énumérée à l'article 37.1. À titre d'illustration, cette disposition vise les personnes morales dont l'activité principale consiste à acquérir, détenir ou investir dans des ressources minérales, pétrolifères ou gazières, à gérer des placements dans du capital de risque, à offrir et à assurer des services de gestion de fonds en exerçant toutes formes ou activités de placements, etc.

La taille de l'actif géré par la Caisse de dépôt et placement²⁴³ en fait aujourd'hui un des acteurs économiques les plus importants au Canada et certainement un des rares organismes québécois capables, de par l'envergure de ses investissements, d'influencer les dirigeants des grandes sociétés canadiennes. En effet, afin d'atteindre ses objectifs de placement, la Caisse de dépôt possède un horizon de placement qui se situe entre le moyen et le long terme et un intérêt évident pour les questions de gouvernance puisque son succès est largement tributaire du rendement des entreprises dans lesquelles elle investit²⁴⁴.

²⁴² *Id.*, art. 32.

²⁴³ En date du 31 décembre 2009, la Caisse de dépôt et placement gérait un actif net de 131,6 milliards de dollars. Chiffres et investissement, en ligne : Caisse de dépôt et placement
<<http://www.lacaisse.com/fr/chiffres/investissements/Pages/investissements.aspx>>.

²⁴⁴ Politique – Principes régissant l'exercice du droit de vote dans les sociétés cotées en Bourse, en ligne : Caisse de dépôt et placement du Québec
<http://www.lacaisse.com/fr/gouvernance/Documents/politique_exercice_droit_vote_fr.pdf>.

2.1.5. La présence d'un nouvel acteur : les fonds de couverture

Bien que le premier fonds de couverture ait été créé aux États-Unis en 1949²⁴⁵, ce n'est qu'à partir du milieu des années 1980 que les fonds de couverture ont commencé à susciter de l'intérêt partout dans le monde. Par la suite, l'industrie des fonds de couverture a connu une croissance accélérée²⁴⁶ avec l'avènement de nouveaux instruments financiers et le développement de nouvelles technologies qui ont permis d'élaborer de nouvelles stratégies financières qui ne nécessitaient pas l'intervention des grandes sociétés de placement²⁴⁷. Par ailleurs, la diminution du rendement des catégories d'actifs traditionnelles ainsi que le désir des investisseurs institutionnels et qualifiés de diversifier et de diminuer leur exposition au risque ont également contribué à cette prise d'importance des fonds de couverture²⁴⁸. Le Canada n'a pas fait exception à cette vague d'enthousiasme puisque les fonds de couverture canadiens ont également pris de l'ampleur rapidement au cours des dernières années et occupent actuellement une place significative sur les marchés de capitaux²⁴⁹.

²⁴⁵ La paternité des fonds de couverture est attribuée à Alfred Winslow Jones. Ce dernier poursuivait l'objectif de créer un fonds offrant à la fois une protection en cas de repli du marché et un rendement supérieur à long terme. Son modèle partait du principe selon lequel le rendement dépend davantage de la sélection des titres que de l'orientation du marché. Pour atteindre son objectif, Jones a utilisé deux instruments spéculatifs – la vente à découvert et le levier financier – qu'il a combinés dans une stratégie de placement prudente adaptée aux phases ascendantes et descendantes du marché. Dans les années 1950 et 1960, son fonds de couverture dépassa systématiquement les meilleurs fonds communs de placement d'actions. Groupe de travail sur les fonds de couverture, « Analyse de la réglementation des "fonds de couverture" », 18 mai 2005, p. 7, en ligne : OCRCVM <<http://docs.iroc.ca/DisplayDocument.aspx?DocumentID=38BC8DB08A534B2CB9B28A000C821123&Language=fr>>.

²⁴⁶ Il faut néanmoins nuancer cette importance. Il y a trois ans, les actifs et les fonds détenus par les fonds de couverture ne représentaient qu'environ 1 % de la totalité des fonds et actifs gérés par les institutions financières. Michael R. KING et Philipp MAIER, "Hedge Funds and Financial Stability: The State of the Debate", Discussion Paper 2007-9, p. 2, en ligne : <<http://www.bankofcanada.ca/en/res/dp/2007/dp07-9.pdf>>.

²⁴⁷ Groupe de travail sur les fonds de couverture, préc., note 245, p. 8.

²⁴⁸ *Id.*, p. 10.

²⁴⁹ Groupe de travail pour la modernisation de la réglementation des valeurs mobilières au Canada, préc., note 171, à la page 164. « Investor Economics estimates the overall

Or, qu'est-ce qu'un fonds de couverture? Si plusieurs s'entendent pour dire que d'établir une définition concise de ce qu'est un fonds de couverture n'est pas une chose aisée²⁵⁰, puisque ces derniers possèdent des tailles, des structures et des modes d'opérations dissemblables²⁵¹, il demeure que l'ensemble de ce type de fonds convergent sur certains points. En effet, les fonds de couverture possèdent généralement les quatre caractéristiques suivantes : (1) ils constituent des véhicules d'investissement privé permettant le placement de sommes mises en commun; (2) ils sont gérés par des gestionnaires de fonds spécialisés; (3) ils ne sont pas largement distribués ou accessibles au public investisseur; et (4) ils opèrent en dehors du cadre réglementaire habituel²⁵².

Canadian hedge fund market at 27.9 billion of assets under management in December 2004. Let us provide some context. The global hedge fund market is estimated at around US\$1.1 trillion. This means that Canada represents approximately 2 per cent of the global hedge fund market. »

²⁵⁰ Ce qui explique possiblement pourquoi, tel que le soulignait le Technical Committee of the International Organisation of Securities Commissions, en 2005, aucune juridiction n'avait adopté de définition juridique formelle de ce qui doit être considéré comme un fonds de couverture (même si la plupart des juridictions possèdent un point de vue défini sur la question). Technical Committee of the International Organisation of Securities Commissions, Final Report – The Regulatory Environment for Hedge Funds, A Survey and Comparison, novembre 2006, p. 9, en ligne : IOSCO <<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD226.pdf>>.

²⁵¹ Jim McGOVERN et Gary OSTOICH, "Hedge Fund Industry in Canada", 8 juin 2005, p. 2, en ligne : The Alternative Investment Management Association (AIMA Canada) <http://www.aima-canada.org/doc_bin/AIMA%20Canada%20senate%20of%20Canada%20Briefing.pdf>.

²⁵² Frank S. PARTNOY et Randall S. THOMAS, "Gap Filling, Hedge Funds, and Financial Innovation", (octobre 2006), Vanderbilt Law and Economics Research Paper No. 06-21, p. 12, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=931254>>. Technical Committee of the International Organisation of Securities Commissions, Final Report – The Regulatory Environment for Hedge Funds, A Survey and Comparison, novembre 2006, p. 12, en ligne : IOSCO <<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD226.pdf>>. Voir également le Groupe de travail sur les fonds de couverture, préc., note 245, p. 5, qui définit les fonds de couverture de la manière suivante : « L'expression "fonds de couverture" (ou "fonds spéculatif") est un terme générique qui désigne des portefeuilles de placements généralement vendus sur le marché privé, mais parfois offerts au public aux termes d'un prospectus, dans le cadre desquels les conseillers peuvent négocier un large éventail de titres en recourant à une variété de stratégies de placement, dans le but de réaliser des profits et de protéger les capitaux. En règle générale, l'objectif des fonds de couverture est de dégager des rendements absolus positifs assortis d'une faible volatilité, au moyen de stratégies (qualifiées de stratégies alternatives de placement) fondées sur des instruments financiers et des tactiques que les gérants de fonds communs de placement ne peuvent généralement pas utiliser dans la même mesure, comme les produits dérivés, la vente à découvert, les swaps et le levier financier. »

Lorsque l'on effectue une comparaison des fonds de couverture et des organismes de placement collectif, sur lesquels nous nous sommes penchés plus tôt, il est possible de relever certains points communs et certaines distinctions qui nous permettent de mieux saisir ce que sont les fonds de couverture²⁵³. Tout d'abord, dans les deux cas, il s'agit de portefeuilles de placement susceptibles de comporter des frais de souscription à l'entrée ou à la sortie et sont assortis de frais de gestion. Par ailleurs, les titres de ces deux types de fonds peuvent être achetés ou vendus par l'intermédiaire de courtiers en valeurs mobilières²⁵⁴. Toutefois, contrairement aux organismes de placement collectif, les fonds de couverture possèdent fréquemment des limitations quant au rachat de ses titres durant une période déterminée (période de blocage ou « lock-up ») et sont de ce fait moins liquides que les OPC²⁵⁵. De plus, les fonds de couverture rémunèrent généralement leurs gestionnaires en fonction du rendement du fonds²⁵⁶, incitant ces derniers à produire les rendements absolus les plus élevés possible, et cela, peu importe les conjonctures du marché²⁵⁷. En outre, les fonds de couverture

²⁵³ Selon certains, les fonds de couverture sont en grande partie des créations qui découlent des restrictions légales importantes que l'on a imposées aux fonds communs de placement. M.R. KING et P. MAIER, préc., note 246, p. 20.

²⁵⁴ Groupe de travail sur les fonds de couverture, préc., note 245, p. 17.

²⁵⁵ Groupe de travail pour la modernisation de la réglementation des valeurs mobilières au Canada, préc., note 171, à la page 199.

²⁵⁶ Le mode de rémunération d'un gérant de fonds de couverture diffère de celui d'un gérant classique. En effet, bon nombre de gérants de fonds de couverture sont essentiellement rémunérés en fonction des rendements dégagés par leur fonds, contrairement aux gérants de fonds classiques dont la rémunération est calculée à partir de l'actif géré. Ceci s'explique par le fait que les résultats d'un fonds de couverture dépendent presque exclusivement du gérant, alors que ceux des fonds communs de placement reflètent la performance générale du marché. Cette structure de tarification des fonds de couverture crée toutefois un facteur de risque supplémentaire pour l'investisseur puisque le risque est asymétrique : le gérant reçoit une partie de gains, mais n'essuie aucune perte. Cette asymétrie l'incite à prendre des risques inutiles, y compris en usant abusivement du levier financier, notamment lorsque d'autres frais lui garantissent une certaine rémunération, indépendamment du rendement obtenu. Groupe de travail sur les fonds de couverture, préc., note 245, p. 5, 16 et 27; Groupe de travail pour la modernisation de la réglementation des valeurs mobilières au Canada, préc., note 171, à la page 96.

²⁵⁷ « In contrast to traditional advisers whose performance is judged relative to that of a benchmark, or sometimes relative to that of their peers, hedge fund advisers actively manage their funds by using investments strategies whose outcome does not depend on market conditions. This is why hedge fund returns are said to be absolute. The return of a hedge fund depends on the adviser's skill in applying a given investment strategy, not on the conditions of the stock and bond market. » Groupe de travail pour la modernisation de la

constituent une structure de placement à l'intérieur de laquelle un gestionnaire de fonds peut mettre en place différentes stratégies de placement pour faire fructifier les actifs du fonds et effectuer un large éventail d'investissements puisqu'il possède un large pouvoir en ce qui a trait au choix de placements²⁵⁸.

Néanmoins, au Canada, les gestionnaires de fonds de couverture ont recours principalement à trois catégories de stratégies afin d'accroître les rendements dégagés par un fonds²⁵⁹. Il y a tout d'abord les fonds qui adoptent une stratégie axée sur la valeur relative ou neutre à l'égard du marché, où le gestionnaire tente de réaliser des profits en exploitant les irrégularités ou les écarts d'évaluation entre des actions, des obligations ou des produits dérivés liés²⁶⁰. Ensuite il y a les fonds guidés par les événements, c'est-à-dire les fonds qui tentent de profiter de certains événements ponctuels particuliers (fusions, acquisitions, faillites, rachat d'actions, etc.). Ces fonds misent sur les profits de négociation qui peuvent souvent être réalisés lorsqu'un événement extraordinaire provoque une volatilité considérable du cours d'un titre²⁶¹. Enfin, il y a les fonds directionnels qui tentent d'anticiper le mouvement du cours des actions, des titres à revenu fixe, des devises ou des marchandises²⁶².

Bien que le placement et la négociation des parts des fonds de couverture soient théoriquement régis par la *Loi sur les valeurs mobilières*, et conséquemment soumis aux exigences relatives à la production d'un

réglementation des valeurs mobilières au Canada, préc., note 171, à la page 119. S. ROUSSEAU et B. GAUTHIER, préc., note 136, à la page 38.

²⁵⁸ En ce sens, chaque stratégie élaborée par un fonds de couverture possède son propre risque et chaque fonds de couverture possède un niveau de risque particulier.

²⁵⁹ Groupe de travail sur les fonds de couverture, préc., note 245, p. 6; M.R. KING et P. MAIER, préc., note 246, p. 21.

²⁶⁰ Groupe de travail sur les fonds de couverture, préc., note 245, p. 6.

²⁶¹ *Id.*

²⁶² *Id.*

prospectus, généralement, les fonds de couverture effectuent le placement de leurs titres en ayant recours à une dispense. En effet, peu de gestionnaires de fonds de couverture souhaitent fournir le type d'information détaillée nécessaire à l'élaboration d'un prospectus et encore moins désirent se conformer par la suite aux règles en matière d'information continue²⁶³. De ce fait, actuellement seuls les investisseurs qualifiés ou les personnes qui ont les moyens d'investir plus de 150 000 \$ peuvent normalement investir dans les fonds de couverture puisque ces dernières sont considérées comme des investisseurs avertis²⁶⁴.

En résumé, le fait que les fonds de couverture ne soient pratiquement pas réglementés en comparaison avec les autres investisseurs institutionnels, leur accorde plus de latitude pour mener des interventions auprès des dirigeants des sociétés dans lesquelles ils détiennent les titres. La possibilité pour ces derniers d'intervenir est de plus facilitée par le fait qu'ils n'ont pas l'obligation de maintenir un niveau de liquidité élevé, qu'ils ont la possibilité d'imposer une période initiale de blocage et (ou) des pénalités pour le rachat anticipé, qu'ils ne sont pas assujettis à des contraintes en ce qui a trait à la concentration de leurs placements ou à la diversification de leurs portefeuilles et qu'ils ne poursuivent pas les mêmes objectifs que les investisseurs institutionnels traditionnels²⁶⁵.

²⁶³ Les fonds de couverture fournissent plutôt des renseignements variables de manière volontaire par le biais de notice d'offre ou d'une note d'information. Groupe de travail pour la modernisation de la réglementation des valeurs mobilières au Canada, préc., note 171, à la page 162. Par ailleurs, l'obligation de préparer des états financiers ne s'applique pas aux fonds de couverture qui ne sont pas structurés comme des fonds d'investissement. En effet, les obligations d'information prévues par le Règlement 81-106 ne s'appliquent pas aux fonds d'investissement à capital fixe offerts par voie privée, c'est-à-dire dont les parts ne sont pas rachetables au gré du porteur en raison d'une période d'immobilisation initiale qui varie normalement de six mois à un an.

²⁶⁴ *Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus et les dispenses d'inscription*, en ligne : <<http://www.lautorite.qc.ca/files//pdf/reglementation/valeurs-mobilieres/45-106/2011-01-01/2011jan01-45-106-vadmin-fr.pdf>>.

²⁶⁵ Onnig H. DOMBALAGIAN, "Can Borrowing Shares Vindicate Shareholder Primacy?", (2009) 42 *U. C. Davis L. Rev.* 1231, 1255-1256; David YERMACK, "Shareholder Voting and

2.2. Les organisations d'actionnaires

Les différents regroupements d'actionnaires constituent des structures de soutien qui facilitent la communication entre les actionnaires ainsi que l'organisation des interventions de ces derniers. Ces organismes prennent des formes diverses et agissent dans un cadre où les contraintes réglementaires sont nulles ou pratiquement inexistantes, ce qui leur accorde une liberté d'action que ne connaissent pas individuellement les différents investisseurs institutionnels les composant.

Si certaines de ces organisations s'attribuent une vocation d'information et de préservation des intérêts à long terme des actionnaires et souhaitent contribuer à l'économie en général par le biais de l'amélioration des règles de gouvernance au sein des sociétés ouvertes et par la responsabilisation sociale de ces dernières, d'autres tentent plutôt de coordonner les efforts de leurs membres afin de faciliter leurs actions auprès des sociétés dont ils détiennent les titres. Notamment, certains cherchent à influencer le contexte général dans lequel les différents acteurs évoluent en tentant de faire évoluer les lois et règlements qui sont susceptibles d'améliorer la gouvernance et l'imputabilité des entreprises tout en contribuant au bon fonctionnement des marchés financiers.

De ce fait, le rôle qu'assument les différents regroupements d'actionnaires, tel que le Mouvement d'éducation et de défense des actionnaires²⁶⁶ (ci-

Corporate Governance", (2010) 2 *Annual Review of Financial Economics* 103, p. 24 de la version en ligne, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=1523562>>.

²⁶⁶ Au Québec, l'organisme le plus important de défense des droits des épargnants et petits actionnaires est sans contredit le MÉDAC. Cet organisme sans but lucratif qui souhaite offrir aux petits actionnaires à la fois une possibilité de se faire entendre et un espace d'échange, d'information et de défense de leur cause s'illustre notamment par la dénonciation de certaines des pratiques et décisions qui sont prises par des sociétés cotées en Bourse. Pour ce faire, le MÉDAC achète les titres de certaines sociétés afin d'entreprendre certaines

après le « MÉDAC ») ou le Regroupement pour la responsabilité sociale des entreprises (ci-après le « RRSE »), de même que les diverses organisations d'actionnaires institutionnels, tel que l'Association canadienne des gestionnaires de caisses de retraite, la Canadian Coalition for Good Governance²⁶⁷ (ci-après le « CCGG ») et le Shareholder Association for Research & Education²⁶⁸ (ci-après le « SHARE »), a permis dans les dernières années aux investisseurs individuels et institutionnels de se regrouper plus aisément pour faire valoir leurs intérêts et d'agir ensemble afin d'améliorer la gouvernance des sociétés canadiennes.

*

* *

Selon la thèse de la séparation des pouvoirs, décrite en 1932 par Adolf Berle et Gardiner Means dans *The Modern Corporation and Private Property*²⁶⁹, le développement et la complexification des activités des sociétés par actions s'accompagnent généralement d'un transfert de l'autorité décisionnelle

mesures, particulièrement lors des assemblées d'actionnaires par le biais de propositions d'actionnaires ou par le biais de procédure judiciaires.

²⁶⁷ Le Canadian Coalition for Good Governance constitue une autre bonne illustration d'un regroupement d'investisseurs institutionnels qui souhaitent aligner les intérêts des dirigeants de société dans lesquelles ils investissent et ceux des actionnaires par des discussions informelles et l'utilisation du vote par procuration afin d'améliorer la gouvernance des sociétés ouvertes et ultimement de créer de la valeur dans l'intérêt de l'ensemble des actionnaires. Tout comme SHARE, le CCGG effectue des tractations visant à améliorer le système législatif en place afin de favoriser un bon fonctionnement interne des sociétés ouvertes et de faciliter l'exercice des droits des actionnaires. Jannis SARRA, "Oversight, Hindsight, and Foresight: Canadian Corporate Governance through the Lens of Global Capital Market", dans J. SARRA (éd.), *Corporate Governance in Global Capital Markets*, Vancouver, UBC Press, 2003, p. 40, à la page 66.

²⁶⁸ L'Association des actionnaires pour la recherche et l'éducation (SHARE) est pour sa part un organisme sans but lucratif national voué à l'amélioration, au sein des institutions, des modes de placement qui préservent les intérêts de long terme des membres de caisses de retraite, de leurs bénéficiaires et de la société en général. SHARE s'intéresse à la gouvernance des entreprises et à la manière dont les capitaux que les travailleurs confient à des fonds de pension en prévision de leur retraite sont investis.

²⁶⁹ A.A. BERLE et G.C. MEANS, préc., note 2934. Pour une étude portant sur le développement du capitalisme, voir le texte de Charles C. CLARK, "The Four Stages of Capitalism: Reflections on Investment Management Treatises", (1980-81) 94 *Harv. L. Rev.* 561.

détenue par les actionnaires à un groupe détenant les compétences requises pour gérer et superviser la gestion des affaires de la société²⁷⁰. Cette séparation fonctionnelle, qui donne ouverture, tel que nous l'avons vu, à une relation d'agence, doit être contrebalancée par différents mécanismes de gouvernance, notamment par le pouvoir de surveillance et d'intervention des actionnaires, afin que le processus décisionnel s'exerce dans le meilleur intérêt de la société.

Considérant l'importance des différents mécanismes de gouvernance en général et du rôle des actionnaires en particulier dans la définition de l'espace discrétionnaire alloué aux dirigeants, il semble approprié de se demander si les droits et pouvoirs des actionnaires suffisent pour établir un équilibre participant à une saine gestion de la société. Est-ce que les règles du droit des sociétés ayant trait au partage des pouvoirs entre les actionnaires et les dirigeants contribuent à l'optimalité du système de gouvernance dans le contexte actuel, ou est-ce que la surveillance directe des dirigeants et des administrateurs par les actionnaires est-elle dans le contexte actuel aussi inefficace que le postulaient Berle et Means?

²⁷⁰ En pratique, cette délégation s'effectue en faveur d'administrateurs qui eux-mêmes délèguent ce pouvoir de gestion à des dirigeants qui disposent du temps et des qualités nécessaires pour maximiser les actifs de la société. *Loi sur les sociétés par actions*, L.Q. 2009, c. 52., art. 106 al. 1 et 112 (ci-après la « *Loi sur les sociétés par actions* » ou « L.s.a.Q. »), *Loi canadienne sur les sociétés par actions*, art. 102 et 121. Malgré cette délégation, notons que le conseil d'administration conserve un droit de regard sur les choix des dirigeants. E. MACKAAY et S. ROUSSEAU, préc., note 15, p. 490.

I. Le partage des compétences entre le conseil d'administration, les dirigeants et l'assemblée des actionnaires

L'examen des spécificités du régime juridique canadien afin de déterminer l'étendue de l'influence des actionnaires ainsi que leur rôle au sein des sociétés ouvertes (1) en comparaison avec les pouvoirs qui sont délégués aux administrateurs et dirigeants (2) doit s'effectuer par une étude plus technique de ces caractéristiques et de ces particularités afin d'en comprendre les limites et les contraintes.

Cet examen des règles établies par le droit des sociétés nous permettra de mieux cerner la conception actuelle de ce qui constitue une gouvernance efficace des sociétés ouvertes ainsi que la contribution des principaux acteurs à l'atteinte de cet objectif. Par ailleurs, le résultat de cette étude devrait nous permettre de mieux comprendre ce qui a conduit, jusqu'à tout récemment, à penser le rôle des actionnaires comme étant celui d'acteurs passifs face à l'exercice des pouvoirs que leur reconnaît la loi et à s'interroger sur le partage du pouvoir décisionnel qui prévaut actuellement au sein des sociétés ouvertes et sur son caractère adéquat dans le nouveau paysage actionnarial.

1. Le pouvoir de surveillance et de contrôle des actionnaires et ses limitations

Une revue de la littérature académique nous indique que depuis maintenant de nombreuses années, deux visions coexistent pour expliquer le rôle des actionnaires au sein des sociétés ouvertes²⁷¹. Selon la première de ces

²⁷¹ Les travaux de Berle et Means et plus tard d'Alchian et Demsetz sont généralement considérés comme étant à la base d'une vision plus économique du rôle de l'actionnaire. A.A. BERLE et G.C. MEANS, préc., note 29; Armen A. ALCHIAN et Harold DEMSETZ, "Production, Information Costs, and Economic Organization", (1972) 62 *Am. Econ. Rev.* 777; voir également R. LA PORTA et al., préc., note 8; S.M. BAINBRIDGE, préc., note 13,

conceptions, les actionnaires n'assument qu'un rôle financier ou de manière plus laconique un rôle d'investisseur, c'est-à-dire qu'ils effectuent un apport de capitaux et corrélativement assument un risque financier déterminé.

Ceux qui privilégient cette vision considèrent habituellement que le droit doit, d'une part, permettre à l'ensemble des actionnaires d'avoir accès à toute l'information pertinente en lien avec les sociétés émettrices afin d'être en mesure de participer activement aux marchés de valeurs et, d'autre part, d'établir des mécanismes légaux préventifs et curatifs efficaces assurant une protection adéquate de leurs droits²⁷². Cette forme de démocratie qui estime que la liberté décisionnelle de l'actionnaire se limite à un choix économique, soit à la décision d'acheter ou de vendre des parts d'une société donnée, a certes nui au développement d'une nouvelle perspective démocratique qui met l'accent sur une possible contribution des actionnaires à l'amélioration de la gouvernance des sociétés.

Malgré cela, on a toutefois pu constater, dans les dernières années, voire les dernières décennies, la prise d'importance d'une perspective moins réductrice qui met l'accent sur le rôle des actionnaires comme intervenants potentiels dans la gestion des sociétés afin d'en maximiser la valeur. Cette position qui privilégie une vision où l'actionnaire joue un rôle actif dans prise de décision de la société et où les actionnaires détiennent davantage de pouvoir²⁷³ suggère que par le droit de vote qui leur est conféré, les

p. 197 et suiv.; S.M. BAINBRIDGE, préc., note 5. En ce qui concerne la vision plus active du rôle des actionnaires, voir Lucian A. BEBCHUK, "Letting Shareholders Set the Rules", préc., note 4; L.A. BEBCHUK, "The Case for Increasing Shareholder Power", préc., note 4; Lucian A. BEBCHUK, "The Case for Shareholder Access to the Ballot", (2003) 59 *Bus. Law.* 43, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=426951>>; G.J. CHARREAUX, préc., note 5.

²⁷² Dalia Tsuk MITCHELL, "Shareholders as Proxies: The Contours of Shareholder Democracy", (2006) 63 *Washington and Lee Law Review* 1503, 1509; en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=1017645>>; G. CHARREAUX, préc., note 5, p. 18 de la version en ligne.

²⁷³ *Id.*, 1510.

actionnaires peuvent avoir un rôle réel dans la surveillance et le contrôle du pouvoir de gestion conféré aux dirigeants²⁷⁴.

Bien que différentes, ces deux conceptions du rôle des actionnaires ne sont pas mutuellement exclusives et cohabitent dans le système législatif actuel²⁷⁵. Elles ont par ailleurs eu une influence réelle sur la manière d'encadrer et de réglementer les sociétés tant au Canada qu'ailleurs dans le monde. De même, ces perceptions ont également eu un impact sur les différents débats autour de l'évolution du droit en ce qui a trait à l'étendue des pouvoirs que l'on doit accorder aux actionnaires et en ce qui concerne l'usage que ces derniers devraient pouvoir faire du droit de vote rattaché aux titres qu'ils détiennent.

En effet, depuis les années 1970, des réformes législatives ont élargi les pouvoirs des actionnaires²⁷⁶ afin de faciliter et d'accroître leurs interventions auprès des sociétés, de leur accorder un pouvoir d'influence accru sur les décisions des dirigeants dans certains domaines et de fournir un contexte propice au dialogue entre les actionnaires, les dirigeants et les administrateurs de la société²⁷⁷. Dans ce contexte, il semble justifier de se demander si ces différents aménagements légaux ont permis l'élaboration d'un régime d'encadrement qui donne aux actionnaires toute la latitude qui leur est nécessaire afin de diminuer les risques d'abus, tout en assurant une certaine légitimité aux décisions qui sont prises par les dirigeants et administrateurs (1.1). En effet, même si on peut croire qu'idéalement les administrateurs et les dirigeants agissent diligemment dans l'exécution de

²⁷⁴ Une étude menée par La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer et Vishny fait par ailleurs ressortir que le degré de protection des droits des actionnaires qu'assure l'encadrement légal en vigueur dans un pays a des effets positifs sur la gouvernance des sociétés ouvertes ainsi que sur le développement des marchés financiers. R. LA PORTA et al., préc., note 8.

²⁷⁵ D.T. MITCHELL, préc., note 272, 1509-1510.

²⁷⁶ Bruce WELLING, *Corporate Law in Canada – The Governing Principles*, 3^e éd., Mudgeeraba (Australie), Scribblers Publishing, 2006, p. 472.

²⁷⁷ Janis SARRA, "Shareholders as Winners and Losers Under the Amended Canada Business Corporations Act", (2003) 39 *Can. Bus. L.J.* 52, 53.

leurs obligations, il nous semble néanmoins hasardeux que les actionnaires n'aient pas la capacité, de par la présence de contraintes diverses, d'agir pour réduire l'occurrence de conflits d'agence et veiller sur leurs intérêts économiques (1.2).

1.1. Les droits conférés aux actionnaires

Le droit de vote constitue un élément essentiel de la participation des actionnaires à la bonne marche des sociétés dont ils détiennent les titres et représente en ce sens un pilier de toute intervention visant à améliorer la gouvernance des sociétés²⁷⁸. En effet, en théorie, le droit de vote fait office de mécanisme de prise de décisions collectives qui permet d'unifier la volonté individuelle de l'ensemble des actionnaires, telle qu'exprimée lors des assemblées d'actionnaires, afin de faire connaître aux dirigeants et administrateurs de la société ce que la majorité des actionnaires considère comme la meilleure stratégie d'optimisation la valeur de la société²⁷⁹. Par ailleurs, le droit de vote permet aux actionnaires d'exercer une certaine forme de contrôle sur les administrateurs et dirigeants afin de protéger les droits patrimoniaux qu'ils détiennent dans une société, notamment leur droit dans le partage de l'actif en cas de dissolution, ainsi que leur droit dans les bénéfices annuels²⁸⁰.

Le nombre de droits de vote qui pourra être exercé lors des assemblées des sociétés est généralement gouverné par un principe de proportionnalité qui lie le nombre de voix au nombre d'actions détenues, c'est-à-dire à l'intérêt économique que possède l'actionnaire dans la société, afin que l'opinion exprimée par un actionnaire possède un poids qui respecte le nombre

²⁷⁸ H. HANSMANN et R. KRAAKMAN, préc., note 26, à la page 21.

²⁷⁹ P. LEDOUX, préc., note 5, p. 1. Toutefois, dans l'éventualité où le droit de vote est entravé par différents problèmes (problèmes notamment de comptabilisation des votes, ou limitations diverses à l'exercice de celui-ci), cette voie de communication devient inefficace et non représentative.

²⁸⁰ *Id.*, p. 5.

d'actions détenues par ce dernier²⁸¹. Ce lien entre le nombre de votes pouvant être exercé et l'intérêt économique possédé n'est pas sans fondement. Tout d'abord, le fait de lier le poids d'un vote à l'intérêt économique détenu dans la société constitue une protection pour l'ensemble des actionnaires contre une possible expropriation qu'entraînerait une dissociation des motivations d'un individu du contrôle qu'il peut effectivement exercer. En effet, l'application d'une règle différente permettrait à une majorité d'actionnaires de s'approprier les sommes investies par un groupe minoritaire (mais d'importance économique plus importante)²⁸².

Ensuite, l'application de ce principe de proportionnalité accroît les chances que le droit de vote d'un actionnaire soit exercé dans le meilleur intérêt de la société et dans l'objectif de maximiser la valeur de cette dernière. Ceci s'explique par le fait que la motivation d'un actionnaire à rechercher et à analyser l'information en lien avec une société augmente en fonction de son intérêt économique et de l'influence qu'il possède sur le résultat du vote²⁸³. Conséquemment, l'application du principe de proportionnalité fait en sorte que ceux qui ont le pouvoir de surveiller la gestion de la société ont un intérêt à exercer ce pouvoir dans l'objectif de maximiser la valeur de cette dernière. En effet, tel que les professeurs Black et Hu le faisaient remarquer, le principe de proportionnalité « [...] places the power to oversee company managers with those who have an incentive to exercise that power to

²⁸¹ En ce sens, il ne s'agit pas d'un pouvoir lié à la personne de l'actionnaire.

²⁸² Malgré cet idéal, il demeure que l'application de la règle de proportionnalité a un caractère facultatif et que les sociétés sont libres d'y déroger en émettant plusieurs catégories d'actions qui accordent à leur propriétaire un nombre de droits de vote plus important que la quotité de capital détenu au sein de la société. Si l'augmentation de nombre de votes qui sont rattachés à une action, par l'émission d'actions privilégiées, est critiquable puisqu'elle limite la possibilité des détenteurs d'actions subalternes d'exercer pleinement leur pouvoir de surveillance et de contrôle, il demeure que cette pratique peut se justifier à la lumière de certains besoins en matière de financement. Dans ce cadre, soulignons que la loi reconnaît néanmoins aux actionnaires détenant des actions subalternes le droit d'être consultés dans certains cas spécifiques pour qu'une transaction ayant un effet important sur la société aille de l'avant. Voir Clarence T. HAY, "Restricted Shares in Ontario", (1988) 14 *Can. Bus. L.J.* 257 et R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 20, p. 239 et suiv.

²⁸³ Jeffrey N. GORDON, "Shareholder Initiative: A Social Choice and Game Theoretic Approach to Corporate Law", (1992) 60 *U. Cin. L. Rev.* 347, 359.

increase firm value. The more shares owned, the greater the incentive and thus the greater the number of votes²⁸⁴. »

Ainsi, outre le droit qu'ils détiennent de vendre leurs titres lorsqu'ils sont en désaccord avec la gestion de la société, les actionnaires peuvent communiquer leur insatisfaction face aux choix des dirigeants et administrateurs en ayant recours à différentes stratégies. Au cœur de ces stratégies se trouvent les stratégies de détermination, qui regroupent les pouvoirs de choisir et de révoquer les administrateurs qui assurent la surveillance des dirigeants en place ainsi que l'auditeur de la société (1.1.1.) et les stratégies que l'on peut qualifier de décisionnelles qui accordent un certain pouvoir d'intervention aux actionnaires dans les affaires de la société (1.1.2). Enfin, nous nous attarderons également sur le cadre juridique qui permet l'exercice de l'ensemble de ces droits (1.1.3).

1.1.1. Le pouvoir de détermination

Si l'on attribue l'autorité décisionnelle sur la gestion des affaires courantes de la société aux dirigeants, certains considèrent que le contrôle final revient aux actionnaires. En effet, les actionnaires, de par l'usage de leur droit de vote, possèdent un certain pouvoir de détermination sur la structure et l'organisation de la société. Cette forme de contrôle se manifeste par le pouvoir d'exercer une influence discrétionnaire sur le processus décisionnel par l'élection et la destitution de l'équipe d'administrateurs qui devront choisir les dirigeants qui assumeront la gestion de la société²⁸⁵ (1.1.1.1.) ainsi que par le pouvoir de nomination de l'auditeur (1.1.1.2).

²⁸⁴ Henry T.C. HU et Bernard BLACK, "Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II: Importance and Extensions", (2007-2008) *U. Pa.L.Rev.* 625, 632.

²⁸⁵ Kiwi Alejandro D. CAMARA, "Classifying Institutional Investors", (2004) 30 *J.Corp.L.* 219, 220.

1.1.1.1. L'élection et la destitution des administrateurs

Le droit des actionnaires d'élire et de destituer les administrateurs leur accorde une influence théoriquement significative sur la gouvernance de la société puisqu'elle leur permet, d'une part, de désigner les administrateurs qu'ils jugent les plus aptes à gérer la société²⁸⁶ et, d'autre part, de destituer les administrateurs qui ne gèrent pas la société conformément à leurs attentes²⁸⁷. Ce droit demeure important même dans l'éventualité où le conseil d'administration se prévaut de son droit de déléguer aux dirigeants son pouvoir de gestion des affaires de la société²⁸⁸. Même lorsque le conseil d'administration n'est plus en charge officiellement de la gestion de la société, il conserve néanmoins le pouvoir de nommer et de surveiller les dirigeants qui en sont responsables et, dans l'éventualité où ces derniers ne rencontrent pas les attentes fixées, de les remplacer par de nouveaux dirigeants qui seront eux en mesure d'effectuer le travail attendu²⁸⁹.

Ce faisant, le pouvoir de destituer les administrateurs en place, qui constitue un corollaire du pouvoir de surveillance que la loi accorde aux actionnaires, doit en théorie faire en sorte que les changements maximisant la valeur de la société soient mis en place par les administrateurs et dirigeants même si les actionnaires ne peuvent initier ces modifications aux règles de gouvernance²⁹⁰. Dans ce contexte, puisque les dirigeants sont conscients de

²⁸⁶ Soulignons toutefois qu'il ne faut pas surestimer ce pouvoir d'évaluation des candidats puisque dans les faits, rares sont les occasions où plusieurs candidats se font la lutte pour occuper un poste.

²⁸⁷ R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 20, p. 464-465.

²⁸⁸ Art. 121(1)(a) L.c.s.a et 116 al. 1 L.s.a.Q. Dans ce dernier cas, l'influence des actionnaires se manifeste principalement par l'usage de leur droit de vote pour nommer et surveiller des administrateurs à qui ils confient le mandat de veiller à la protection de leurs intérêts en surveillant, contrôlant et remplaçant les dirigeants en place si cela s'avère nécessaire. En effet, le conseil d'administration possède l'autorité légale lui permettant de ratifier, surveiller, évaluer, récompenser ou pénaliser la performance des dirigeants. B.S. BLACK, "Shareholder Passivity Reexamined", préc., note 6, 521.

²⁸⁹ E.F. FAMA et M.C. JENSEN, préc., note 28; *Unocal Corp. c. Mesa Petroleum Co.*, 493 A. 2d 946, 959 (Del. 1985). Voir également Lucian A. BEBCHUK, "The Myth of the Shareholder Franchise", préc., note 38, p. 102 et 106.

²⁹⁰ Cet argument implique que les actionnaires perçoivent, puisque les marchés sont totalement efficaces et qu'ils reflètent parfaitement la valeur intrinsèque de la société, que le

la possibilité que les actionnaires procèdent au remplacement des membres du conseil d'administration en cas d'insatisfaction, on peut croire qu'ils auront tendance à privilégier les intérêts des actionnaires afin que ces derniers n'exercent pas ce pouvoir de substitution²⁹¹.

Afin de permettre aux actionnaires de s'assurer que les administrateurs gèrent la société de manière à maximiser la valeur de leurs actions²⁹², la loi prévoit que ceux-ci doivent élire les administrateurs par résolution ordinaire à la majorité des voix exprimées lors de la première assemblée d'actionnaires et lors des assemblées subséquentes²⁹³. Ils ont par la suite le pouvoir de destituer les administrateurs lors d'une assemblée extraordinaire par l'adoption d'une résolution ordinaire²⁹⁴. L'application de la règle de la majorité des voix exprimées, sur laquelle nous reviendrons ultérieurement²⁹⁵, permet à l'administrateur ayant reçu le plus de votes de siéger au conseil d'administration²⁹⁶. Cette règle permet également aux administrateurs n'ayant pas reçu le soutien de la majorité des actionnaires de demeurer en fonction s'ils ont reçu l'appui d'une majorité des voix exprimées²⁹⁷.

prix des titres pourrait être plus élevé dans l'éventualité où certains projets étaient mis en place. Voir à titre d'illustration l'ouvrage de Stéphane ROUSSEAU et de Patrick DESAILLIERS, *Les devoirs des administrateurs lors d'une prise de contrôle*, Montréal, Les Éditions Thémis, 2007, p. 22-23, 77 et 84-85.

²⁹¹ L.A. BEBCHUK, "The Case for Increasing Shareholder Power", préc., note 4, 851; L.A. BEBCHUK, "The Myth of the Shareholder Franchise", préc., note 38, p. 102.

²⁹² Les administrateurs détiennent leur pouvoir de la délégation de responsabilité qui leur est accordée par les actionnaires en assemblée annuelle ainsi que par la loi qui spécifie que les affaires de la société sont administrées par les administrateurs (art. 106 al. 1, 110 al. 1 et 112 L.s.a.Q., et art. 102(1) et 106(3) L.c.s.a.). H. HANSMANN et R. KRAAKMAN, préc., note 24, à la page 12.

²⁹³ Art. 110 al. 1 L.s.a.Q. et 106(3) L.c.s.a.

²⁹⁴ Art. 109(1) L.c.s.a. et 144 L.s.a.Q.

²⁹⁵ *Infra* section 1.2.2.3.2.

²⁹⁶ William K. SJOSTROM et Young Sang KIM, "Majority Voting for the Election of Directors", (2007) 40 *Connecticut L. Rev.* 459, 462.

²⁹⁷ Ainsi, en l'absence d'opposition, les candidats sont assurés d'être élus. En effet, cette règle fait en sorte qu'un seul vote favorable est suffisant pour qu'un candidat puisse occuper un poste au conseil d'administration dans l'éventualité où les actionnaires exerçant leur droit de vote choisissent de s'abstenir.

Selon certains, l'application de cette règle affaiblit le pouvoir démocratique des actionnaires de choisir leurs représentants, et cela, particulièrement dans les cas d'élection non contestée. Pour ces critiques, il est nécessaire de mettre en place des règles requérant que les administrateurs recueillent au moins cinquante pour cent des voix des actionnaires pour conserver leur poste afin de responsabiliser les administrateurs et de permettre aux actionnaires de réellement jouer leur rôle. Force nous est toutefois d'admettre que l'adoption d'un pareil régime pour l'élection des administrateurs augmenterait possiblement le risque que certains postes ne soient pas comblés puisque les candidats présentés n'auraient pas reçu l'appui nécessaire²⁹⁸.

Même si on considère généralement qu'il est dans le meilleur intérêt des actionnaires de préconiser l'application d'une règle qui prévoit que l'élection et la destitution des administrateurs doivent s'effectuer à la majorité des voix exprimées, cette affirmation mérite d'être nuancée pour les sociétés possédant un ou plusieurs actionnaires de contrôle. Dans ces sociétés, l'actionnaire de contrôle conserve son pouvoir d'élire le candidat de son choix malgré l'application d'une règle prévoyant une élection à la majorité des voix exprimées²⁹⁹. En effet, l'élection des administrateurs par le biais d'une résolution ordinaire permet à un actionnaire qui détient plus de cinquante pour cent des actions avec droit de vote de la société d'élire (ou de destituer) la totalité des membres du conseil d'administration. Cette situation est susceptible d'entraîner des cas d'abus si les intérêts des actionnaires majoritaires divergent de ceux des actionnaires minoritaires.

²⁹⁸ Ce problème n'a toutefois pas de conséquence grave considérant le fait que la loi permet au conseil d'administration de combler les vacances en nommant les personnes de son choix dans l'éventualité où un candidat n'obtient pas l'appui nécessaire et que la loi indique que les administrateurs en place peuvent être maintenus en place tant qu'un remplaçant n'a pas été désigné. Roberta S. KARMEL, "Voting Power Without Responsibility or Risk – How Should Proxy Reform Address the Decoupling of Economic and Voting Rights?", (2010) 55 *Vill. L. Rev.* 93; en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=1397224>>.

²⁹⁹ Dans cette situation, une solution possible consisterait à préconiser une règle imposant une supermajorité.

Soulignons qu'il est toutefois possible, tant en vertu de la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* que de la *Loi sur les sociétés par actions* du Québec, de remédier à ce problème. Deux mécanismes sont en effet utilisés afin de s'assurer que les actionnaires minoritaires aient droit au chapitre : le vote cumulatif³⁰⁰ et l'attribution d'un droit exclusif pour une catégorie d'actions³⁰¹. Le droit pour une société d'accorder un droit exclusif aux détenteurs d'une catégorie d'actions afin qu'ils soient en mesure de choisir un ou plusieurs administrateurs permet de limiter l'influence significative des actionnaires majoritaires sur la composition du conseil d'administration de la société. L'attribution de ce privilège assure à la catégorie d'actions visée une représentation au conseil d'administration, et ce, peu importe le pourcentage d'actions que représente cette catégorie sur l'ensemble des titres en circulation de la société³⁰².

Pour sa part, le vote cumulatif, qui peut être prévu dans les statuts constitutifs au moment de l'incorporation d'une société, permet à un actionnaire de multiplier le nombre de droits de vote rattachés à ses actions par le nombre de postes d'administrateurs devant être élus et d'utiliser la totalité ou une partie de ce nombre de votes pour soutenir le ou les candidats de son choix lors de l'élection des administrateurs³⁰³. Ce mécanisme représente un avantage certain pour les actionnaires minoritaires qui peuvent de cette manière regrouper l'ensemble de leurs votes pour faire élire un ou des administrateurs qui devraient en principe favoriser leurs intérêts³⁰⁴. De ce fait, le vote cumulatif s'appuie sur l'espoir que l'administrateur choisi par la minorité saura mieux défendre leurs intérêts que les administrateurs choisis par la majorité. Malgré le fait que les

³⁰⁰ Art. 107 L.c.s.a. et 111 al. 1 L.s.a.Q.

³⁰¹ B. WELLING, préc., note 276, p. 445.

³⁰² R CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 20, p. 465.

³⁰³ Art. 107 L.c.s.a. et 111 al. 1 L.s.a.Q..

³⁰⁴ Malgré que ce mécanisme propose une protection importante des droits des actionnaires minoritaires, il n'est dans les faits que rarement utilisé par les sociétés canadiennes.

administrateurs ont l'obligation d'agir dans l'intérêt de la société dans son ensemble, et non pas dans l'intérêt des actionnaires les ayant élus, les actionnaires minoritaires espèrent néanmoins que le candidat qu'ils auront choisi tiendra compte, sans que cela soit une considération exclusive, de leurs intérêts lorsqu'ils évalueront quel est le meilleur intérêt de la société³⁰⁵.

Dans ce cadre, certains dispositifs sont applicables à la révocation d'un administrateur dans l'éventualité où ce dernier a été élu grâce à un droit exclusif pour une catégorie d'actions d'élire un administrateur ou encore par le biais d'un mécanisme permettant le vote cumulatif. Dans le cas du droit exclusif accordé à une catégorie d'actions, la loi prévoit que ces administrateurs ne pourront être révoqués que par les actionnaires les ayant élus³⁰⁶. Dans la même veine, lorsqu'un mécanisme de vote cumulatif a été mis en place, la révocation d'un administrateur ne peut se faire que si le nombre de voix en faveur de cette révocation excède le nombre de voix allant contre une telle révocation multiplié par le nombre d'administrateurs prévus dans les statuts de la société³⁰⁷. Ces dispositions sont de la plus haute importance puisqu'il serait étrange d'accorder aux actionnaires minoritaires le droit de faire valoir leurs préférences dans le processus de désignation des administrateurs tout en permettant par la suite à la majorité de révoquer ces mêmes administrateurs en usant de l'influence que l'on cherchait à limiter.

Rappelons en terminant que le droit fédéral canadien et le droit québécois reconnaissent toutefois aux actionnaires le droit de révoquer les administrateurs en cours de mandat³⁰⁸ dans l'éventualité où ils sont insatisfaits du travail ou des décisions de leurs représentants élus. Ce pouvoir de destitution, qui s'effectue par le biais d'une résolution ordinaire

³⁰⁵ B. WELLING, préc., note 276, p. 305.

³⁰⁶ Art. 109(2) L.c.s.a. et art. 144 al. 2 L.s.a.Q.

³⁰⁷ Art. 107(g) L.c.s.a. et 111 al. 2(5) L.s.a.Q.

³⁰⁸ Art. 109(1) L.c.s.a. et 144 al. 1 L.s.a.Q.

adoptée à la majorité des voix lors d'une assemblée extraordinaire³⁰⁹, fournit aux actionnaires canadiens un pouvoir de négociation qui ne peut être négligé par les dirigeants canadiens (lorsqu'ils ne sont pas en présence d'un actionnaire de contrôle) puisqu'il diminue l'effet de la mise en place par les dirigeants d'un conseil d'administration renouvelable par tranche. Néanmoins, la nécessité de convoquer une assemblée extraordinaire et d'obtenir l'appui nécessaire par la voie de la sollicitation de procuration rend cette possibilité beaucoup moins attrayante pour plusieurs actionnaires.

1.1.1.2. Le droit de nommer un auditeur

Tant la législation fédérale que provinciale prévoient que les actionnaires doivent procéder à la nomination, à la majorité des voix³¹⁰, d'un auditeur (aussi appelé vérificateur)³¹¹ à l'occasion de l'assemblée annuelle³¹². Ce droit est des plus importants si l'on considère que les auditeurs ont un rôle déterminant à jouer dans la surveillance des dirigeants et des administrateurs. En théorie du moins, un auditeur est une partie externe indépendante³¹³, qui peut, à ce titre, exercer un contrôle sur l'information

³⁰⁹ Art. 109(1) et 110 L.c.s.a. et art. 144 al. 1 et 150 L.s.a.Q.

³¹⁰ Art. 162 L.c.s.a., art. 231 al. 2 L.s.a.Q. Si la société ne possède pas d'auditeur, le tribunal peut, à la demande d'un actionnaire (ou du directeur), nommer un auditeur et fixer les honoraires que la société devra lui payer (art. 167 L.c.s.a.). La nouvelle loi québécoise n'a pas repris l'article 113(2) de la *Loi sur les compagnies*, L.R.Q., c. C-38 (ci-après « *Loi sur les compagnies* ») qui prévoyait également qu'un actionnaire pouvait demander au registraire des entreprises de procéder à la nomination d'un auditeur et fixer ses honoraires dans l'éventualité où aucun auditeur n'avait été nommé lors de l'assemblée annuelle.

³¹¹ L'auditeur joue un rôle primordial dans la surveillance des dirigeants et administrateurs puisque, en théorie du moins, il représente une partie externe impartiale qui peut à ce titre attester que l'information financière transmise aux actionnaires n'est pas biaisée ou erronée. R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 20, p. 467.

³¹² Au fédéral, l'auditeur nommé possède un mandat expirant à la clôture de l'assemblée annuelle suivante (art. 162 L.c.s.a.), bien qu'il puisse, dans les faits, poursuivre ses fonctions si aucun successeur ne lui est nommé (art. 162(1) et (3) L.c.s.a.). La nouvelle loi québécoise ne prévoit pas la durée du mandat. Elle indique plutôt que le mandat confié à l'auditeur se termine lors de la nomination de son successeur, à moins qu'il ne prenne fin par son décès, sa faillite, sa démission ou sa révocation ou par l'ouverture à son égard d'un régime de protection avant que cette nomination n'ait lieu (art. 234 L.s.a.Q.).

³¹³ Soulignons toutefois que malgré l'importance du rôle de l'auditeur, les actionnaires d'une société qui n'a pas effectué d'appel au public pour la distribution de ses actions peuvent choisir, par voie de résolution, de ne pas nommer d'auditeur (art. 163(1) L.c.s.a. et art. 239

financière transmise aux actionnaires en rendant compte de la qualité et de la fiabilité de cette dernière³¹⁴. Ceci protège les actionnaires contre de possibles manipulations comptables que pourraient effectuer les dirigeants afin de rendre la situation économique de la société plus séduisante qu'elle ne l'est véritablement³¹⁵. Par ailleurs, le rôle confié à l'auditeur est déterminant considérant que la vérification qu'il effectue permet aux actionnaires de s'appuyer sur une information financière exempte d'erreurs comptables importantes lorsqu'ils portent un jugement sur la compétence et l'intégrité des membres de la direction, ce qui leur permet d'effectuer une surveillance valable de leur gestion³¹⁶.

L.s.a.Q.). Cette résolution n'est toutefois valide que si elle recueille le consentement unanime de tous les actionnaires de la société, même de ceux qui ne possèdent pas en temps normal le droit de se prononcer en assemblée d'actionnaires par l'exercice du droit de vote (art. 163(3) L.c.s.a. et art. 239 al. 2 L.s.a.Q.). La résolution ainsi adoptée demeure en vigueur jusqu'à l'assemblée annuelle suivante (art. 163(2) L.c.s.a. et art. 239 al. 3 L.s.a.Q.). Cette possibilité de ne pas procéder à la nomination d'un auditeur peut dans certains cas être légitime, compte tenu des coûts élevés liés au processus de vérification, lesquels ne sont pas toujours justifiés compte tenu de la taille de la société.

³¹⁴ Raymonde CRÊTE, Jean BÉDARD et Stéphane ROUSSEAU, « Les vérificateurs et la fiabilité de l'information financière : Les messages de l'environnement institutionnel et juridique », (2004) 45 *C. de D.* 219, 221-222; R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 20, p. 467; Raymonde CRÊTE, avec la collaboration de Patrick McSWEENEY, « Les vérificateurs après la tempête financière : un regard particulier sur un nouveau régime de responsabilité civile destiné aux investisseurs du marché secondaire des valeurs mobilières », (2005) 35 *R.G.D.* 207, 211-212.

³¹⁵ Accessoirement, les auditeurs servent d'intermédiaires non seulement aux actionnaires, mais également aux créanciers, aux prêteurs ainsi qu'au public en général, lesquels peuvent faire usage de leur rapport pour s'assurer de la valeur d'un investissement actuel ou éventuel. Anita I. ANAND, "The Regulation of Auditors after Enron", dans Anita I. ANAND et William F. FLANAGAN (dir.), *Conflicts of Interest in Capital Market Structures, Queen's Annual Business Law Symposium 2003*, Kingston, Queen's Annual Business Law Symposium, 2004, p. 197, à la page 202.

³¹⁶ R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 20, p. 474. Dans l'arrêt *Camparo Industries plc. c. Dickman*, [1990] 1 All. E.R. 568, 583, Lord Olivier définissait le rôle de l'auditeur en ces termes : « Il appartient aux vérificateurs de s'assurer, autant que possible, que l'information financière relative aux affaires de la société préparée par les administrateurs reflète exactement la situation de la société, afin, premièrement, de protéger la société elle-même contre les conséquences d'erreurs ou, peut-être de fautes non décelées [...] et deuxièmement, de fournir aux actionnaires des renseignements fiables qui leur permettront d'examiner soigneusement la gestion des affaires de la société et d'exercer leurs pouvoirs collectifs de récompenser, de contrôler ou de destituer ceux à qui cette gestion a été confiée. » Extrait traduit de l'anglais par le juge La Forest dans l'affaire *Hercules managements Ltd. c. Ernst & Young*, [1997] 2 R.C.S. 165, [1997] A.C.S. No. 51, par. 48.

Or, malgré l'importance du rôle imparti aux auditeurs, en réalité, les actionnaires ne peuvent qu'approuver le choix du candidat désigné par les administrateurs et dirigeants de la société dans la circulaire de procuration ou s'abstenir d'exercer leur droit de vote sur ce point. En effet, la pratique veut que le choix de l'auditeur appartienne à la direction de la société sauf dans le cas des sociétés assujetties au Règlement 52-110 qui suggère que la tâche de sélectionner un auditeur externe indépendant et d'établir la rémunération qui lui sera accordée soit assumée par un comité d'audit composé d'administrateurs indépendants qui agit comme conseiller du conseil d'administration en cette matière³¹⁷. Malgré la proposition du comité d'audit, le conseil d'administration demeure toutefois libre de choisir l'auditeur de son choix puisqu'aucune sanction autre que l'obligation de divulguer les motifs justifiant ce refus n'est imposée à celui-ci³¹⁸.

Qui plus est, bien que selon le droit des sociétés l'auditeur externe doit rendre compte aux actionnaires, en pratique, ces derniers ne possèdent généralement pas les capacités ou l'intérêt requis pour exercer une surveillance significative et pertinente du travail effectué par l'auditeur. Pour cette raison, ce rôle de supervision est généralement assumé par la direction de la société. Toutefois, afin de ne pas compromettre le travail de l'auditeur, de préserver son indépendance face à la direction et d'améliorer la fiabilité de l'information financière transmise aux investisseurs en réduisant le risque de manipulations comptables par les dirigeants³¹⁹, le

³¹⁷ En effet, le Règlement 52-110 encourage les émetteurs assujettis à établir et à maintenir des comités de vérification forts, efficaces et indépendants afin d'améliorer la qualité de l'information financière communiquée et ainsi de renforcer la confiance des investisseurs dans les marchés de capitaux du Canada. *Règlement 52-110 sur le comité d'audit*, (2005) 137 G.O. II, 2857, art. 1.1, 2.1 et 2.3(2) (ci-après cité « Règlement 52-110 sur le comité d'audit »).

³¹⁸ En effet, si une recommandation du comité d'audit concernant la nomination ou la rémunération de l'auditeur externe n'est pas adoptée par le conseil d'administration, cette information doit apparaître dans la notice annuelle de l'émetteur et la société doit tout simplement expliquer pourquoi cette recommandation n'a pas été suivie.

³¹⁹ Stéphane ROUSSEAU et Bastien GAUTHIER, « Les nouvelles normes relatives à l'indépendance des vérificateurs : l'implantation d'un cadre conceptuel fondé sur l'autoréglementation », (2006) 85 *Rev. du B. Can.* 29, 48.

Règlement 52-110 prévoit également que ce travail de supervision doit être confié, dans le cas des émetteurs assujettis, au comité d'audit³²⁰.

En terminant, soulignons que même si les actionnaires possèdent le pouvoir de révoquer l'auditeur³²¹ par résolution ordinaire adoptée lors d'une assemblée extraordinaire³²², ce moyen de contrôle est rarement exercé³²³. Ce mécanisme, qui est loin d'être offert par de nombreux pays, fournit néanmoins un outil unique aux actionnaires canadiens. En effet, par ce biais, les actionnaires ont le pouvoir de demander la tenue d'une assemblée d'actionnaires et de remplacer l'auditeur en place entre la tenue des assemblées annuelles d'actionnaires. Bien qu'il puisse s'avérer coûteux de procéder de cette façon, cet outil constitue sans aucun doute un moyen qui peut être utilisé par les actionnaires afin d'exercer des pressions sur les administrateurs dans l'objectif d'obtenir certains changements dans la gestion de la société et d'assurer le respect de leurs droits dans certains cas extrêmes.

1.1.2. Le pouvoir décisionnel

La législation limite de manière importante l'influence décisionnelle que possèdent les actionnaires et ne permet qu'exceptionnellement l'intervention

³²⁰ Règlement 52-110 sur le comité d'audit, art. 2.1 et Instruction générale relative au Règlement 52-110 sur le comité d'audit, en ligne : <<http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/reglementation/valeurs-mobilieres/autres-reglements-texte-vigueur/information-continue/52-110IGfr.pdf>>, art. 2.1 (ci-après cité « Instruction générale 52-110 »).

³²¹ Art. 165 L.c.s.a. et art. 236 L.s.a.Q.

³²² Dans le cas où les actionnaires d'une société souhaitent démettre un auditeur de ses fonctions, ces derniers peuvent demander la convocation d'une assemblée extraordinaire. Les actionnaires détenant au moins 5 % des actions émises par une société fédérale et 10 % des actions donnant le droit de vote à l'assemblée dont la convocation est demandée dans le cas d'une société provinciale peuvent demander la convocation d'une assemblée d'actionnaires (art. 143 de la L.c.s.a. et art. 208 L.s.a.Q.).

³²³ Dans l'éventualité où une assemblée est convoquée en vue de révoquer un auditeur, ce dernier peut donner par écrit les motifs de son opposition à la résolution envisagée (art. 168(5) L.c.s.a.). Le cas échéant, ces motifs doivent être envoyés par la société à tous les actionnaires habiles à voter sur cette question (art. 168(6) L.c.s.a.). Soulignons, que rien de tel n'est prévu dans la nouvelle loi québécoise.

de ces derniers³²⁴. En effet, la loi restreint l'exercice du droit de vote des actionnaires aux situations où une délégation totale du pouvoir décisionnel aux dirigeants et administrateurs serait inappropriée et susceptible de mettre en danger les droits des actionnaires, par exemple dans les cas où une décision touche les fondements mêmes de la société³²⁵. Ainsi, si le droit de vote accordé aux actionnaires leur permet de ratifier les décisions ayant été prises et d'exercer une influence indirecte sur les dirigeants et administrateurs, il semble que ce droit ne puisse se concevoir comme faisant partie intégrante de la structure décisionnelle de la société. Il constitue plutôt un mécanisme de responsabilisation dont les actionnaires ne peuvent faire usage que dans les occasions préalablement établies dans la loi³²⁶.

Or, si une délégation quasi complète des pouvoirs décisionnels aux administrateurs et dirigeants des sociétés peut, de prime abord, sembler logique et posséder un fondement rationnel³²⁷, il est néanmoins nécessaire de s'assurer que les limites légales permettent aux actionnaires d'intervenir dans le processus décisionnel afin d'assurer une protection adéquate de leurs droits. Dans cette perspective, nous proposons d'examiner rapidement l'étendue des pouvoirs d'intervention conférés aux actionnaires dans les lignes qui suivent.

³²⁴ Par exemple, les actionnaires ne pourront initier un processus de fusion de la société.

³²⁵ Dans ce cas, la loi exigera normalement une intervention des actionnaires, par exemple en exigeant dans certains cas spécifiques la ratification de certaines décisions prises par les dirigeants.

³²⁶ S.M. BAINBRIDGE, "Shareholder Activism and Institutional Investors", préc., note 119, p. 9.

³²⁷ Tel que l'évoquent les professeurs Kraakman et Hansmann, cette situation est une conséquence logique de la délégation de pouvoir qui est faite aux dirigeants et administrateurs de la société qui laisse peu de place à la capacité d'intervention des actionnaires dans la gestion des sociétés. Cette situation s'explique selon Bainbridge, par le fait que : « [...] like all accountability mechanisms, shareholder voting must be constrained in order to preserve the value of authority. » S.M. BAINBRIDGE, "Shareholder Activism and Institutional Investors", préc., note 119, p. 9; H. HANSMANN et R. KRAAKMAN, préc., note 26, à la page 26; D.T. MITCHELL, préc., note 272, 1506; Kenneth J. ARROW, *The Limits of Organization*, New York, W.W. Norton & Co., 1974, p. 78.

1.1.2.1. L'approbation des règlements administratifs lors des assemblées annuelles d'actionnaires

Les statuts constitutifs d'une société énoncent essentiellement la dénomination sociale de la société, la structure de son capital-actions, l'endroit où est établi son siège social, le nombre d'administrateurs composant son conseil d'administration et, le cas échéant, les restrictions à ses activités. Ils ne comportent aucune disposition relative à l'administration de la société ou à la conduite générale de ses affaires.

Ce sont plutôt les règlements qui jouent ce rôle et qui établissent les règles qui seront appelées à régir le fonctionnement de la société, ainsi que les droits et obligations des diverses parties la composant³²⁸. En ce sens : « [...] the function of the by-laws of a company is to prescribe the rights and duties of shareholders and directors with reference to the internal government of the company, the management of its affairs, and the rights and duties existing between the members themselves. ³²⁹ » En d'autres termes, les règlements internes visent à fournir un cadre à l'intérieur duquel la société sera amenée à fonctionner plutôt qu'à cibler des aspects spécifiques relatifs à la gestion courante des affaires de la société³³⁰.

La législation attribue le pouvoir d'adopter, de révoquer et de modifier³³¹ les règlements de la société aux administrateurs³³². Toutefois, les règlements ne demeurent en vigueur que s'ils sont ratifiés par les actionnaires lors de

³²⁸ Kevin P. McGUINNESS, *Canadian Business Corporation Law*, 2^e éd., Markham, LexisNexis, 2007, p. 209, 210.

³²⁹ *Id.*

³³⁰ Pour la conduite des affaires régulières de la société on procède généralement par résolution, ce qui ne nécessite pas la ratification par les actionnaires lors de la tenue d'une assemblée d'actionnaires subséquente.

³³¹ Art. 103(5) L.c.s.a.

³³² En outre, les actionnaires possèdent le pouvoir de proposer l'adoption, la modification ou la révocation d'un règlement administratif par la voie du mécanisme de la proposition (art. 103(2) et (5) et 137 L.c.s.a. et 113 al. 3 et 194 L.s.a.Q.). R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 20, p. 474.

l'assemblée faisant suite à ces modifications³³³. En effet, tel que l'indique Martel, si les règlements généraux entrent en vigueur dès leur adoption par le conseil d'administration, pour continuer à être en vigueur, ils doivent obtenir l'approbation de l'autre palier du pouvoir : les actionnaires³³⁴. Ainsi, la ratification, la révocation ou l'amendement d'un règlement requiert le vote de la majorité simple des actionnaires et ce n'est que dans l'éventualité où les actionnaires approuvent les règlements qui leur sont présentés, que ceux-ci continuent d'être en vigueur³³⁵. Comme l'approbation des règlements constitue une affaire spéciale³³⁶, l'avis de convocation à l'assemblée d'actionnaires doit énoncer, avec suffisamment de détails, la nature du changement réglementaire³³⁷.

L'approbation des règlements fournit une occasion aux actionnaires de s'assurer que la société se plie aux exigences de la loi ainsi qu'à ses statuts constitutifs. Cet examen des nouveaux règlements par les actionnaires se justifie en théorie par le fait que cet examen par des parties intéressées et informées contribue à l'imputabilité des administrateurs en les obligeant à agir dans l'intérêt de la société et de bonne foi. D'autre part, comme les règlements de la société constituent dans les faits un contrat entre la société et ses actionnaires³³⁸, il semble normal que ces derniers possèdent le droit de se prononcer sur leur étendue ou leurs effets.

³³³ Art. 103(1) et (2) L.c.s.a., et art. 113 al. 1 L.s.a.Q. Harry SUTHERLAND et al., *Fraser & Stuart Company Law of Canada*, 6^e éd., Scarborough, Carswell, 1993, p. 168.

³³⁴ M. MARTEL et P. MARTEL, préc., note 83, par. 28-219.

³³⁵ Si les règlements ne sont pas ratifiés par les actionnaires, ils cessent d'avoir effet dès ce rejet. Soulignons par ailleurs que si les administrateurs omettent de soumettre un règlement aux actionnaires lors de l'assemblée d'actionnaires faisant suite à son adoption, le règlement cessera d'être en vigueur dès la clôture de l'assemblée comme si les actionnaires l'avaient rejeté. M. MARTEL et P. MARTEL, préc., note 83, par. 28-223.

³³⁶ Art. 135(5) L.c.s.a. et 167 L.s.a.Q.

³³⁷ Cette règle prévient, entre autres choses, que les administrateurs de la société n'adoptent un règlement peu de temps avant l'assemblée pour modifier, par exemple, le quorum nécessaire à la tenue de l'assemblée. Voir : *Wells c. Melnyk*, [2008] O.J. No. 2845, par. 32-33 (Sup. Ct. of J.).

³³⁸ En effet, les règlements lient les actionnaires et l'ensemble des membres de la société. Art. 313 du *Code civil du Québec*, L.Q. 1991, c. 64 (Ci-après cité « C.c.Q. »).

1.1.2.2. L'approbation des changements importants survenant au sein de l'entreprise

Dans la vie d'une société, certains changements au capital-actions, à la structure ou à la nature de la société peuvent s'avérer nécessaires pour différentes raisons³³⁹. Que ce soit parce qu'il est nécessaire de modifier les droits qui sont rattachés aux actions en circulation afin d'obtenir un nouveau financement ou encore pour restructurer l'entreprise, la mise en place de ces changements et la modification corrélative des statuts constitutifs de la société entraînent l'application de certaines règles procédurales et substantielles.

En effet, comme les statuts établissent les dispositions fondamentales qui régissent le fonctionnement de la société, la modification de ces derniers est encadrée d'une manière particulière qui nécessite la participation des actionnaires³⁴⁰. En effet, le droit de se prononcer sur les changements

³³⁹ Jeffrey G. MacINTOSH, "The Shareholders' Appraisal Right in Canada: A critical Appraisal", (1986) 31 *Osgoode Hall L. J.* 201, 208.

³⁴⁰ L'article 173 L.c.s.a. énonce une série non exhaustive (art. 173(1)(o) L.c.s.a.) d'exemples de modifications des statuts de la société, qui entraînent l'obligation pour le conseil d'administration de convoquer une assemblée extraordinaire. Dans ce cadre, la proposition de modification doit apparaître dans l'avis de convocation de l'assemblée lors de laquelle elle sera examinée et les administrateurs doivent donner suffisamment d'informations aux actionnaires convoqués afin de leur permettre de prendre une décision éclairée. À l'occasion de cette assemblée, les actionnaires réunis doivent approuver aux 2/3 des voix la modification des statuts proposée par les administrateurs (art. 173 L.c.s.a.). Soulignons toutefois que la loi fédérale accorde aux actionnaires qui, habituellement, n'ont pas le droit de voter le droit de se prononcer sur les modifications qui affectent leurs droits. En effet, l'article 176(6) L.c.s.a. prévoit que les actionnaires de chaque catégorie d'actions touchée par la modification proposée disposent d'un droit de veto, c'est-à-dire d'un droit de voter séparément sur la résolution spéciale, en tant que catégorie affectée par le changement apporté aux statuts. Une fois l'approbation des actionnaires obtenue, les administrateurs peuvent procéder à la rédaction des clauses modificatrices des statuts et les déposer auprès du directeur avec les droits prescrits par règlement. Les modifications envisagées sont effectives à compter de la date inscrite sur le certificat de modification délivré par le directeur (art. 177 à 179 L.c.s.a.). La nouvelle loi québécoise sur les sociétés par actions prévoit également que les statuts d'une société peuvent être modifiés pour ajouter toute disposition que la loi autorise à y prévoir ou pour y remplacer ou y supprimer toute disposition qui y est déjà prévue (art. 240 L.s.a.Q.). Dans l'éventualité où le conseil d'administration désire effectuer de pareils changements, il doit adopter une résolution spéciale qui sera soumise à l'approbation des actionnaires à l'occasion d'une assemblée générale extraordinaire. Cette résolution doit contenir une autorisation permettant à l'un des administrateurs de signer les statuts de modification (art. 241 al. 2 L.s.a.Q.). La résolution

importants qui affectent la société est un corollaire du droit de vote des actionnaires et constitue une limite importante des pouvoirs délégués aux administrateurs et dirigeants³⁴¹. En ce sens, tant la législation fédérale que provinciale requiert l'obtention de l'approbation d'une super majorité des actionnaires habiles à voter pour permettre à des modifications importantes d'aller de l'avant³⁴².

Comme ce type d'opérations présente un risque d'opportunisme de la part des dirigeants et des actionnaires de contrôle, la réduction des coûts d'agence est l'explication la plus probable de l'existence de règles permettant aux actionnaires de se prononcer sur les changements importants survenant au sein de la société³⁴³. À titre de bénéficiaires résiduels des actifs de la société, les actionnaires constituent le groupe

doit recevoir l'appui d'au moins les 2/3 des voix des actionnaires présents ou représentés à cette assemblée générale extraordinaire (art. 241(1) L.s.a.Q.). Par la suite, les administrateurs peuvent déposer les statuts de modification auprès du registraire des entreprises (art. 244 L.s.a.Q.). La modification prend effet à compter de la date apparaissant sur le certificat de modification attestant les changements qui ont été apportés aux statuts (art. 245 L.s.a.Q.). « Pouvoirs des actionnaires », dans JurisClasseur Québec, coll. « Droit des affaires », *Droit des sociétés*, fasc. 12, Montréal, LexisNexis Canada, feuilles mobiles; R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 20, p. 479; M. MARTEL et P. MARTEL, préc., note 83, p. 19-60.

³⁴¹ M. MARTEL et P. MARTEL, préc., note 83, p. 19-12.

³⁴² Cette obligation constitue une protection importante des droits des actionnaires minoritaires puisqu'elle restreint l'opportunité pour les dirigeants de mettre en place des mesures favorisant leurs intérêts ou encore la possibilité pour les actionnaires importants de privilégier certaines mesures aux dépens des intérêts des actionnaires minoritaires. Ce mécanisme légal protégeant les droits des actionnaires minoritaires est particulièrement important dans le contexte canadien où la présence d'actionnaire de contrôle est chose fréquente. Jeffrey LARSEN, "Institutional Investors, Corporate Governance and Proxy Voting Disclosure", dans Jeffrey LARSEN et Poonam PURI (dir.), *Corporate Governance and Securities Regulation in the 21st Century*, Markham (Ontario), LexisNexis, 2004, p. 181, à la page 187.

³⁴³ Une autre vision propose plutôt que les actionnaires concluent un contrat dont les termes sont imposés par la loi du marché et les lois encadrant les sociétés lorsqu'ils font l'acquisition des titres d'une société. Dans ce cadre, il est implicitement prévu que ce contrat peut être modifié lorsque les actionnaires en conviennent dans une proportion prédéterminée et qui, en ce sens, donne le mandat aux administrateurs d'effectuer le changement envisagé. Voir notamment les textes de David STEVENS, "The Regulation of Takeovers and the Idea of the Corporation", dans *Les sociétés par actions à la croisée des chemins*, Conférences commémoratives Meredith, Montréal, Faculté de droit, Université McGill, 1995, p. 371, et celui de Jean TURGEON, « Les mesures défensives du conseil d'administration face à une offre publique d'achat », dans Raymonde CRÊTE (dir.), *Les mesures défensives en matière d'offres publiques d'achat au Canada*, Cowansville, Les Éditions Yvon Blais, p. 123, à la page 142.

ayant le plus à perdre ou à gagner de la prise d'une décision amenant un changement important dans le fonctionnement de la société dont ils détiennent des parts. En outre, comme l'envergure et la portée de ces transactions peuvent entraîner un gain ou une perte importante, cela peut être suffisant pour faire en sorte que les actionnaires, particulièrement les investisseurs institutionnels, surmontent le problème d'action collective qui diminue généralement à leurs yeux l'importance d'exercer leur droit de vote lorsqu'il s'agit de simples décisions entrant dans le giron des affaires normales ou habituelles de la société³⁴⁴.

Par ailleurs, l'exercice du droit à la dissidence conféré par la loi³⁴⁵ fournit aux investisseurs institutionnels un moyen d'exercer une forme de pression sur les dirigeants qui souhaitent mettre en œuvre un changement qui est susceptible de diminuer la valeur des titres de la société. En effet, l'exercice du droit à la dissidence par un nombre suffisant d'actionnaires risque d'épuiser les fonds de la société et d'inciter les dirigeants à revoir la proposition mise sur la table ou encore à l'abandonner³⁴⁶. Dans ce cadre, la tenue d'un vote de la majorité de la minorité dans l'éventualité de certaines transactions de la société permet aux actionnaires d'exercer une influence sur les dirigeants qui doivent s'assurer de leur soutien avant de lancer l'opération³⁴⁷.

Différents changements, dont la fusion, la prorogation sous une autre juridiction, la vente, la location ou l'échange d'une partie substantielle des

³⁴⁴ F.H. EASTERBROOK et D.R. FISCHER, préc., note 25, 416; Edward ROCK, Hideki KANDA et Reinier KRAAKMAN, "Significant Corporate Actions", dans Reinier R. KRAAKMAN, Paul DAVIES, Henry HANSMANN, Gerald HERTIC, Klaus J. HOPT, Hideki KANDA et Edward B. ROCK, *The Anatomy of Corporate Law – A Comparative and Functional Approach*, Oxford University Press, 2004, p. 131, à la page 132.

³⁴⁵ Art. 190 L.c.s.a. et 372 L.s.a.Q. Ainsi, si l'opération projetée se réalise, les actionnaires qui ont manifesté leur désaccord, mais qui ont été incapables d'empêcher sa concrétisation, peuvent exiger que la société rachète leurs titres à leur juste valeur en exerçant ce droit de dissidence.

³⁴⁶ J.G. MacINTOSH, préc., note 6, 412; J.G. MacINTOSH, préc., note 339, 205.

³⁴⁷ Ceci est particulièrement vrai au Canada, où les sociétés ouvertes possèdent un actionariat concentré et où il y a des actionnaires de contrôle.

biens de la société en dehors du cours normal de ses activités, sa liquidation volontaire, de même que les opérations de fermeture et d'éviction³⁴⁸ déclenchent l'obligation d'obtenir le consentement des actionnaires dans des proportions variables³⁴⁹. Un examen exhaustif de l'ensemble de ces changements importants et de leur procédure d'adoption dépasse toutefois le cadre de la présente étude. Globalement toutefois, il est possible d'affirmer péremptoirement que l'ensemble de ces mesures vise à permettre aux actionnaires de statuer sur la pertinence d'effectuer certaines opérations qui sont susceptibles de modifier considérablement la nature de leur investissement en limitant l'autorité décisionnelle des dirigeants et administrateurs de la société particulièrement dans les cas où les dirigeants sont susceptibles de se retrouver en situation de conflits d'intérêts³⁵⁰.

1.1.2.3. Les propositions soumises par les actionnaires

Afin de démocratiser le processus décisionnel des sociétés, de promouvoir la participation des actionnaires³⁵¹ autrement que par le coûteux mécanisme de sollicitation de procurations³⁵² et d'accroître l'imputabilité des dirigeants et administrateurs³⁵³, le législateur a inclus dans la *Loi canadienne sur les*

³⁴⁸ M. MARTEL et P. MARTEL, préc., note 83, p. 19-81.

³⁴⁹ Dans ce cadre soulignons également les exigences particulières de *Règlement 61-101 sur les mesures de protection des porteurs minoritaires lors d'opérations* particulières et du *Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat* sur lesquels nous reviendrons.

³⁵⁰ R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 20, p. 486.

³⁵¹ Même si l'apathie rationnelle qui affecte généralement les actionnaires suggère que peu d'entre eux auront recours aux mécanismes leur permettant de se faire entendre par l'ensemble des actionnaires des sociétés dont ils détiennent les titres ainsi que par la direction de ces dernières, certaines règles sont néanmoins mises de l'avant afin de favoriser une plus grande démocratie et de faciliter la participation des actionnaires. *Michaud c. Banque Nationale du Canada*, [1997] R.J.Q. 547, 555, [1997] J.Q. No. 1 (C.S.), Appel refusé [1997] A.Q. No. 14 (C.A.); *Verdun c. Toronto Dominion Bank*, [1996] 3 R.C.S. 550, par. 10-12 et 32.

³⁵² En effet, en l'absence des règles du mécanisme de proposition d'actionnaire les actionnaires devraient procéder par bataille de procuration afin de provoquer une discussion autour d'une proposition qu'ils souhaitent mettre de l'avant.

³⁵³ J. SARRA, préc., note 277, 67.

*sociétés par actions*³⁵⁴ et récemment dans la *Loi sur les sociétés par actions* du Québec une procédure qui permet aux actionnaires de faire circuler des propositions³⁵⁵ à leurs coactionnaires aux frais de la société³⁵⁶. En effet, les articles 137 L.c.s.a. et 194 L.s.a.Q. permettent aux actionnaires qui répondent aux critères d'admissibilité de bénéficier d'un avantage similaire aux dirigeants en obligeant ces derniers à joindre la proposition d'un actionnaire à la circulaire d'information qu'ils doivent faire parvenir à l'ensemble de ses porteurs de parts et conséquemment à assumer les coûts d'impression et d'expédition³⁵⁷.

En effet, dans l'objectif d'éviter que des actionnaires puissent se prévaloir du mécanisme de la proposition d'actionnaire sans posséder d'intérêt réel dans les affaires de la société, certaines exigences ayant notamment trait à la quantité de titres détenus ainsi qu'à la période de leur détention doivent être

³⁵⁴ Le mécanisme de proposition a été introduit au Canada en 1969 au moment de l'adoption de la réglementation sur la sollicitation des procurations qui visait à promouvoir une meilleure information et une participation accrue des actionnaires lors des assemblées. Sur le plan de la rationalité économique, cet outil d'information et de participation des actionnaires vise à réduire les problèmes liés à l'action collective et aux resquilleurs susceptibles de dissuader les initiatives des actionnaires. R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 20, p. 519-520.

³⁵⁵ Soulignons toutefois que le droit québécois limite le nombre de propositions que peut effectuer un actionnaire à cinq propositions par assemblée. Voir l'article 1 du *Règlement sur les propositions d'actionnaires*, (2010) 142 G.O. II, 3293. (ci-après « *Règlement sur les propositions d'actionnaires* »).

³⁵⁶ Cette procédure, qui est clairement inspirée de celle qui existe depuis 1942 chez nos voisins états-uniens, permet à un actionnaire d'effectuer une proposition portant notamment sur la rémunération des dirigeants, la modification des statuts ou encore la proposition de candidatures en vue de l'élection des administrateurs (art. 137(4) et 175(1) L.c.s.a. et 198 L.s.a.Q.) ou encore l'adoption, la modification ou la révocation d'un règlement de la société. En effet, les actionnaires ont, en plus du droit passif d'approuver les règlements qui leur sont soumis par les administrateurs, le droit actif de présenter des propositions, lors des assemblées annuelles, « en vue de l'établissement, la modification ou la révocation d'un règlement ». Voir les articles 103(5) et 137 de la L.c.s.a. Les domaines d'intérêt que peuvent viser les propositions d'actionnaires doivent toutefois être en lien avec la gestion de la société, avoir une certaine pertinence et servir l'intérêt de la société. Raymonde CRÊTE, « L'affaire Michaud : la voix d'un "simple actionnaire" », (1998) 39 *C. de D.* 135, 145; M. MARTEL et P. MARTEL, préc., note 83, p. 19-63; R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 20, p. 522; Randall S. THOMAS et James F. COTTER, "Shareholder Proposals in the New Millennium: Shareholder Support, Board Response, and Market Reaction », (2007) 13 *Journal of Corporate Finance* 368, 369.

³⁵⁷ S.M. BAINBRIDGE, préc., note 13, p. 496.

rencontrées³⁵⁸. L'article 46 du Règlement fédéral ainsi que l'article 2 du *Règlement sur les propositions d'actionnaires* précisent que, pour soumettre une proposition d'actionnaire, le détenteur inscrit ou le véritable propriétaire des actions doit posséder 1 % du nombre total des actions avec droit de vote de la société ou encore un nombre d'actions dont la valeur équivaut au moins à 2 000 \$³⁵⁹. Par ailleurs, pour être en mesure de proposer des candidats lors de l'élection des administrateurs, un actionnaire doit détenir 5 % des actions en circulation de la société (art. 137(4) L.c.s.a. et 198 L.s.a.Q.)³⁶⁰. Les articles 137(1.1)(b) L.c.s.a. et 195 al. 1 L.s.a.Q. prévoient toutefois la possibilité pour les actionnaires qui souhaitent soumettre une proposition de se regrouper s'ils ne possèdent pas le nombre réglementaire d'actions³⁶¹. Enfin, tant au fédéral qu'au provincial, un actionnaire doit avoir détenu ses actions depuis au moins six mois pour être en mesure de soumettre une proposition d'actionnaire aux dirigeants de la société³⁶².

³⁵⁸ Tel que l'indiquent Rousseau et Crête la mise en place de ces conditions qui visent à réprimer de potentiels abus traduit une certaine méfiance à l'égard de l'interventionnisme éventuel des actionnaires minoritaires. R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 20, p. 522.

³⁵⁹ Dans ce cadre, il convient de se demander qui, entre l'actionnaire véritable (ou l'actionnaire inscrit) et la personne ayant emprunté les titres, peut effectuer une proposition d'actionnaire. Est-ce qu'au Canada une société pourrait refuser une proposition provenant d'un actionnaire ayant prêté ses titres pour des motifs de rentabilité économique sous prétexte qu'elle n'a pas eu la possession des titres durant la période requise?

³⁶⁰ En vertu du droit fédéral, la qualité d'actionnaire de la société constitue une exigence qui peut être vérifiée par la société. En effet, l'élargissement des règles en 2001, afin de permettre aux actionnaires véritables de bénéficier du mécanisme de proposition, a entraîné l'inclusion dans le texte de la loi d'un droit pour la société visée de demander à l'auteur de la proposition de fournir une preuve établissant son statut d'actionnaire (art. 137(1.4) L.c.s.a. et art. 41 du *Règlement sur les sociétés par actions de régime fédéral (2001)*, DORS/2001-512, (2001) 135 Gaz. Can. II, 2683 (ci-après le « Règlement fédéral »)). Il va sans dire que, si la société connaît, par le biais de ses registres, l'historique et la quantité de titres détenus par un actionnaire inscrit, elle n'a aucun lien direct avec le propriétaire véritable de titres et ne possède donc aucun moyen de s'assurer que ce dernier répond aux exigences réglementaires lui octroyant le droit de soumettre une proposition d'actionnaire. Soulignons que la nouvelle *Loi sur les sociétés par actions* du Québec ne comporte toutefois pas de dispositions similaires. J. SARRA, préc., note 277, 69.

³⁶¹ Voir, au même effet, l'article 137(4) L.c.s.a. et 198 L.s.a.Q. en ce qui a trait à la proposition de candidatures pour l'élection des administrateurs de la société.

³⁶² Tel que l'indique la professeure Janis Sarra, cette disposition permet aux dirigeants de s'assurer que l'actionnaire possède réellement un intérêt à long terme dans la gestion des affaires de la société et d'éviter l'exercice abusif ou intéressé du droit de soumettre une proposition. Voir J. SARRA, préc., note 277, 70.

Dans le cas où le véritable propriétaire des actions ou le détenteur inscrit remplit ces exigences, il peut demander non seulement à ce que sa proposition soit jointe à la documentation transmise aux actionnaires, mais également à ce qu'une explication qui expose l'objectif poursuivi ou l'intérêt de la proposition soumise (art. 137(3) L.c.s.a.) y soit annexée. Ensemble, la proposition et l'exposé présenté à l'appui de celle-ci ne doivent toutefois pas comporter plus de 500 mots³⁶³. La société, qui a la liberté de répondre à la proposition de l'actionnaire, doit le faire, en vertu de la nouvelle loi québécoise, en respectant le même nombre de mots que celui qui est fixé pour l'exposé de l'actionnaire effectuant la proposition. Cette règle, qui n'existe pas dans la loi fédérale, protège ainsi l'actionnaire d'une société québécoise contre une réplique abusive et inique de la part de la société³⁶⁴.

L'actionnaire qui désire soumettre une proposition doit la faire parvenir à la société au moins 90 jours avant l'expiration d'un délai d'un an à compter de la date de l'avis de convocation de la dernière assemblée annuelle³⁶⁵ puisqu'une société peut refuser d'inclure une proposition dans sa circulaire d'information lorsque celle-ci n'a pas été soumise dans le délai prévu. De plus, une société peut également refuser d'inclure la proposition soumise si elle juge qu'elle est illégitime ou injustifiée pour l'un des motifs spécifiés à

³⁶³ Art. 137(3) L.c.s.a. et art. 48 du Règlement fédéral et 197 al. 1 L.s.a.Q. et art. 3 du *Règlement sur les propositions d'actionnaires*. Même si, en 2001, le législateur a augmenté le nombre de mots permis pour exposer l'objectif poursuivi afin de diminuer les contraintes imposées en ce qui a trait à la longueur de l'explication donnée par la personne effectuant une proposition, la limite de 500 mots couvre désormais la proposition ainsi que l'explication. Afin de contourner la restriction relative à la longueur de l'exposé expliquant les motifs de la proposition, les actionnaires avaient pris l'habitude d'inclure un long préambule dans la proposition elle-même qui n'était pas assujettie à une limite de longueur comme l'explication. La limite de 500 mots pour l'ensemble de la proposition et de l'explication vise à mettre un frein à cette pratique avec pour conséquence que les actionnaires possèdent moins de liberté qu'auparavant pour communiquer leurs propositions et l'explication de ces dernières. Plusieurs auteurs ont d'ailleurs souligné que cette condition de forme imposée par la loi traduit une certaine méfiance à l'égard des abus possibles des petits actionnaires. Voir : J. SARRA, préc., note 277, 68.

³⁶⁴ Art. 197 al. 2 L.s.a.Q.

³⁶⁵ Art. 49 du Règlement fédéral et art. 137(5)(a) L.c.s.a. et art. 200(1) L.s.a.Q. et 4 al. 1 du *Règlement sur les propositions d'actionnaires*. J. SARRA, préc., note 277, 68.

l'article 137(5) L.c.s.a. ou 200 de la L.s.a.Q.³⁶⁶. La société qui refuse de diffuser la proposition d'un actionnaire pour l'un ou l'autre des motifs énumérés doit l'informer dans les 21 jours de la réception de la proposition ou, au fédéral, de celle de la preuve de propriété des titres qu'elle a requise³⁶⁷. Si suivant son analyse la direction décide de faire figurer la proposition ainsi que la déclaration explicative de l'actionnaire dans sa circulaire d'information, l'ensemble des actionnaires habiles à voter à l'assemblée d'actionnaires pourra discuter de sa validité et voter sur celle-ci³⁶⁸.

L'impact de la proposition d'actionnaire qui obtient un appui majoritaire de la part des actionnaires habiles à voter lors d'une assemblée d'actionnaires variera selon la nature de la question soumise, puisqu'elle ne liera la société que si la proposition relève normalement des pouvoirs reconnus aux actionnaires³⁶⁹.

1.1.3. Le cadre juridique permettant l'exercice de ces droits

L'environnement réglementaire dans lequel évoluent les sociétés canadiennes ayant fait appel au public accorde une grande importance à la divulgation d'information financière destinée aux investisseurs afin de faciliter l'exercice de leurs droits et d'augmenter leur pouvoir de

³⁶⁶ Une interprétation élargie des motifs spécifiés à l'article 137(5) L.c.s.a. par les dirigeants de la société s'expliquerait toutefois difficilement considérant le fait qu'il y a peu d'effets secondaires (outre les coûts liés à la mise en circulation de la proposition) qui découlent de cette possibilité qui est donnée aux actionnaires d'exprimer leur opinion puisque l'adoption (même unanime) de la proposition n'oblige pas les dirigeants à la mettre en œuvre et que l'apathie qui affecte les actionnaires diminue grandement les risques qu'il y ait des échos de celle-ci.

³⁶⁷ Art. 137(5.1) L.c.s.a. et art. 203 L.s.a.Q. et 6 du *Règlement sur les propositions d'actionnaires*.

³⁶⁸ L'article 199 de la nouvelle loi québécoise prévoit d'ailleurs expressément que le président de l'assemblée devra permettre à l'auteur de la proposition de discuter de celle-ci pendant une période raisonnable.

³⁶⁹ Notamment, l'article 113 al. 3 L.s.a.Q. prévoit que le règlement adopté par les actionnaires à la suite d'un vote sur une proposition d'actionnaire prend effet dès son adoption sans qu'aucune autre forme d'approbation soit nécessaire.

surveillance³⁷⁰. En effet, une divulgation complète et exacte de l'ensemble de l'information relative aux activités de la société émettrice ainsi qu'à ses affaires internes permet aux actionnaires d'exercer leur droit de vote de manière éclairée, d'accroître l'imputabilité des administrateurs et des dirigeants, d'améliorer la gouvernance des sociétés dans leur ensemble ainsi que la qualité des décisions d'investissement des dirigeants³⁷¹. De plus, la divulgation d'information relative à la société assure une plus grande liquidité des marchés de capitaux³⁷², ce qui facilite la sollicitation de nouveaux capitaux³⁷³. La divulgation d'information accroît également l'influence des actionnaires sur la gouvernance des sociétés puisqu'en étant en possession des renseignements nécessaires pour poser un jugement informé sur la qualité de la gestion et les choix qui sont effectués par les dirigeants d'une société³⁷⁴, les actionnaires peuvent vendre leurs titres en cas d'insatisfaction ou intervenir si cela est opportun³⁷⁵.

Malgré le caractère central du régime de divulgation d'information dans la législation encadrant les sociétés ouvertes, une des explications

³⁷⁰ En effet, les actionnaires doivent avoir accès à toute l'information pertinente ayant trait à la gestion de la société et à sa santé économique afin d'exercer les pouvoirs et les droits qui leur sont accordés de par la loi.

³⁷¹ R. CRÊTE, préc., note 356, 157-158. La surveillance exercée par les actionnaires a un coût. L'imposition par le législateur de certaines obligations de divulgation aux sociétés ainsi qu'à ses dirigeants réduit l'importance de ces coûts.

³⁷² Notamment en facilitant le suivi des titres par les analystes financiers et conséquemment en permettant à des investisseurs potentiels, notamment les investisseurs institutionnels, de mieux connaître les sociétés émettrices et éventuellement de leur donner l'opportunité d'investir dans ces sociétés.

³⁷³ Puisqu'en réduisant l'asymétrie informationnelle, une société doit émettre un nombre moins élevé de titres afin d'être en mesure d'amasser un montant déterminé de capitaux considérant que la valeur que les investisseurs sont prêts à payer pour faire l'acquisition de ces titres n'est pas diminuée en prévision de la présence d'un risque dont ils n'auraient pas connaissance et qui en diminuerait la valeur réelle. Pour une revue de la littérature traitant du lien entre la divulgation d'information et la facilité à solliciter de nouveaux capitaux voir Christian LEUZ et Peter WYSOCKI, "Capital-Market Effects of Corporate Disclosure Regulation", GROUPE DE TRAVAIL POUR LA MODERNISATION DE LA RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA, *Le Canada s'engage*, vol. 2, p. 181, aux pages 193 et suiv., en ligne : Task Force to Modernize Securities Legislation in Canada <http://www.tfmsl.ca/docs/Volume2_en.pdf>

³⁷⁴ *Id.*, aux pages 192 et suivantes; J. SARRA, préc., note 267, à la page 77.

³⁷⁵ La divulgation d'information réduit l'asymétrie informationnelle ce qui permet aux investisseurs d'acheter et de vendre des titres plus rapidement à moindres coûts.

fréquemment invoquées pour expliquer le peu d'implication des actionnaires est le fait qu'ils ne disposent pas de toute l'information nécessaire pour exercer leur droit de vote de façon éclairée³⁷⁶. Mais qu'en est-il vraiment? Quelles sont les règles applicables en matière de divulgation d'information au Canada? C'est règles suffisent-elles à assurer la circulation d'une information complète et compréhensible permettant de réduire l'asymétrie informationnelle existant entre les actionnaires de contrôle, les actionnaires minoritaires et la direction de la société dans les cas où il existe des problèmes d'agence³⁷⁷? C'est ce que nous tenterons de voir dans les lignes qui suivent.

1.1.3.1. Le formulaire de procuration

Afin de permettre à tous les actionnaires d'exercer plus facilement leur droit de vote lors des différentes assemblées et de s'assurer que leur volonté est entendue, la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* ainsi que la nouvelle *Loi sur les sociétés par actions* prévoient un mécanisme qui permet aux actionnaires de se faire représenter par un fondé de pouvoir. Dans ce cadre, l'objectif de la réglementation encadrant l'usage du formulaire de procuration est de faire en sorte que le mécanisme du vote par procuration devienne le meilleur substitut possible de la présence réelle de l'actionnaire aux assemblées et de transmettre aux actionnaires qui y auront recours toute l'information disponible afin de leur permettre de faire un choix éclairé et d'exercer leurs droits. En effet, en facilitant la participation des actionnaires au sein des grandes sociétés, les règles en matière de procuration visent à accroître la démocratie actionnariale et à permettre un meilleur usage du droit de vote pour contrôler et surveiller les dirigeants et

³⁷⁶ D'autres considèrent toutefois que l'étendue de l'information que l'on rend disponible est démesurée considérant l'étendue des pouvoirs qui leur sont conférés et que c'est plutôt cette démesure qui entraîne la passivité observée.

³⁷⁷ Michael R. KING et Dan SEGAL, "The Long-Term Effects of Cross-Listing, Investor Recognition, and Ownership Structure Valuation", document de travail 2006-44, décembre 2006, p. 25, en ligne : Banque du Canada <<http://www.bankofcanada.ca/fr/res/wp/2006/wp06-44.pdf>>.

administrateurs afin d'assurer une meilleure gestion de la société³⁷⁸. En ce sens, le vote par procuration constitue un moyen important d'interaction entre les actionnaires et les sociétés dans lesquelles ils détiennent des parts.

Afin d'atteindre cet objectif, tant la loi fédérale que provinciale prévoient que la direction des sociétés qui ont fait appel au public ou qui comptent plus de cinquante actionnaires doit faire parvenir à chaque actionnaire ayant le droit de recevoir l'avis de convocation un formulaire de procuration de même qu'une circulaire de procuration de la direction³⁷⁹. Le formulaire de procuration envoyé aux actionnaires doit permettre au détenteur de titres de désigner le fondé de pouvoir de son choix³⁸⁰ et d'indiquer le sens dans lequel ce dernier doit exercer le droit de vote afférent aux actions représentées par la procuration³⁸¹. Le cas échéant, le formulaire de procuration doit également permettre à l'actionnaire de préciser si son fondé de pouvoir doit voter ou non relativement à la nomination de l'auditeur et à l'élection des administrateurs³⁸².

³⁷⁸ Stuart B. MORROW, "Proxy Contests and Shareholder Meetings", (2003) 36 *U. Brit. Colum. L.Rev.* 483, 485.

³⁷⁹ Voir le *Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue*, en ligne : <http://www2.publicationsduquebec.gouv.qc.ca/dynamicSearch/telecharge.php?type=3&file=/V_1_1/V1_1R0_1_03.HTM> et les articles 149(1) et (2) et 150(1) L.c.s.a.

³⁸⁰ Cette personne n'a pas à être elle-même actionnaire de la société pour être apte à agir comme fondé de pouvoir d'un actionnaire (art. 148 L.c.s.a.). Soulignons, par ailleurs, que contrairement au droit fédéral, où la procuration doit être donnée pour une assemblée particulière, la nouvelle loi québécoise permet qu'une procuration soit donnée pour l'ensemble des assemblées tenues durant sa période de validité, c'est-à-dire à compter d'un an de la date qui y est indiquée (art. 172 al. 3 L.s.a.Q.).

³⁸¹ Malgré la délégation de l'exercice de son droit de vote à un fondé de pouvoir par le biais d'un formulaire de procuration, l'actionnaire conserve le pouvoir de révoquer ce mandat à tout moment. La loi fédérale prévoit que cette révocation se fait par le dépôt d'un acte écrit signé par l'actionnaire ou son mandataire au siège social de la société au moins un jour avant l'assemblée d'actionnaires visée ou encore, le jour de l'assemblée, au président. Art. 147, 148 et 152 L.c.s.a., tandis que l'article 172 al. 3 L.s.a.Q. prévoit que la révocation peut s'effectuer en tout temps avant l'assemblée d'actionnaires. M. MARTEL et P. MARTEL, préc., note 83, p. 29-36. Soulignons par ailleurs, que l'article 152(4) L.c.s.a. prévoit que le fondé de pouvoir qui contrevient sans motif valable aux instructions données par l'actionnaire l'ayant désigné commet une infraction et encourt une amende maximale de 5 000 \$ et un emprisonnement maximal de 6 mois, ou l'une de ces peines.

³⁸² Art. 54 du *Règlement fédéral* et 9.4(6) du *Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue*, préc., note 379.

En effet, tel que nous l'avons mentionné plus tôt, actuellement le formulaire de procuration restreint les possibilités de l'actionnaire en ce qui a trait à l'élection des administrateurs et de l'auditeur puisqu'il ne peut voter contre un candidat proposé³⁸³. Ainsi, l'actionnaire qui souhaite exprimer son mécontentement à l'égard d'un administrateur qui se présente pour renouveler son mandat n'a d'autre choix que de s'abstenir de voter. Dans ce cadre, l'abstention n'a aucune incidence directe sur l'élection des administrateurs ou de l'auditeur puisqu'il ne s'agit pas d'une voix exprimée. Or, cette réalité imposée par la réglementation favorise indubitablement les administrateurs qui contrôlent le processus de sollicitation de procurations³⁸⁴.

Par ailleurs, ce mécanisme qui permet aux actionnaires de se faire représenter par un fondé de pouvoir donne à un actionnaire insatisfait de la gestion de la société, la possibilité de solliciter des procurations³⁸⁵ afin d'obtenir les appuis nécessaires à la réalisation de changements souhaités, de demander des comptes aux administrateurs en place ou d'effectuer certains changements dans l'administration de la société³⁸⁶. Tout comme pour la société, la sollicitation de procurations par un actionnaire dissident entraîne pour ce dernier l'obligation de préparer et de transmettre une circulaire à l'ensemble des actionnaires de la société³⁸⁷. Tout en reconnaissant que la circulaire de dissident permet une prise de décision éclairée par l'ensemble des actionnaires, la préparation et la transmission de ce document comportent des coûts substantiels qui peuvent décourager un

³⁸³ Art. 54 du Règlement fédéral et 9.4 du *Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue*, préc., note 379.

³⁸⁴ R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 20, p. 514-515.

³⁸⁵ Tel que le définit l'article 147 de la L.c.s.a. et l'article 1.1. du *Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue*, préc., note 379.

³⁸⁶ L'objectif des groupes s'opposant, généralement la direction en place et un groupe d'individus aspirant à les remplacer, est de détenir suffisamment de formulaire de procuration pour être en mesure d'élire une majorité d'administrateurs et ainsi s'assurer d'un certain contrôle sur le fonctionnement de la société. K.P. McGUINNESS, préc., note 328, p. 1193; R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 20, p. 516-517; D.T. MITCHELL, préc., note 272, 1507.

³⁸⁷ Nous reviendrons plus en détail sur cette exigence dans la prochaine sous-section.

actionnaire de se lancer dans une contestation publique de la direction³⁸⁸. En effet, dans l'éventualité où un actionnaire décide de solliciter des procurations auprès de l'ensemble des actionnaires, ce dernier doit lui-même payer les frais de préparation et de diffusion des documents, ce qui s'avère généralement très coûteux³⁸⁹ puisque contrairement au mécanisme de proposition d'actionnaires, où les frais sont à la charge de la société, les coûts liés à la sollicitation de procuration sont à la charge des actionnaires qui y ont recours³⁹⁰.

1.1.3.2. La circulaire d'information

Si la législation prévoit des règles simples qui facilitent l'exercice du droit de vote des actionnaires par la mise en place d'un système qui leur permet de déléguer l'exercice de leur droit de vote par l'octroi de procurations, ces mêmes règles dressent un régime d'encadrement beaucoup plus contraignant dans l'éventualité où des dirigeants ou des tiers désirent solliciter ces procurations. En effet, tant la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* que la législation provinciale en matière de valeurs mobilières prévoient que les dirigeants des sociétés, ainsi que toutes les personnes qui sollicitent des procurations, doivent joindre au formulaire de procuration une circulaire d'information³⁹¹ divulguant toute l'information pertinente³⁹² afin de

³⁸⁸ R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 20, p. 517.

³⁸⁹ "Shareholders critical of management's vision for the company, or claiming outright mismanagement have often been frustrated by the relative complexity and expense associated with mounting a hostile proxy campaign." S.B. MORROW, préc., note 378, 510.

³⁹⁰ Par ailleurs, l'actionnaire qui sollicite des formulaires de procuration ne verra habituellement pas ses frais couverts par la société, et cela, même si sa démarche s'avère fructueuse.

³⁹¹ Sur les circulaires d'information, voir K.P. McGUINNESS, préc., note 328, p. 1184 et suiv.

³⁹² L'annexe 51-102A5 du *Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue*, préc., note 379 énonce le contenu de la circulaire de procuration. Toutefois, dans l'éventualité où l'information requise dans ce formulaire n'est pas connue par la personne effectuant une sollicitation de procuration (par exemple, lorsqu'un tiers effectue la sollicitation de procuration) et qu'elle ne peut l'obtenir, cette information pourra être omise de la circulaire, à condition d'exposer brièvement les raisons pour lesquelles cette information n'est pas disponible.

permettre aux actionnaires de prendre une décision réfléchie lorsqu'ils donnent un mandat ayant trait à l'exercice de leur droit de vote³⁹³.

De manière spécifique, la loi prévoit que les dirigeants ont l'obligation d'envoyer aux actionnaires, avec l'avis de convocation de l'assemblée et le formulaire de procuration sollicité, une circulaire d'information³⁹⁴. Pour leur part, les personnes qui souhaitent manifester leur dissidence à l'égard des dirigeants ne doivent envoyer une circulaire de dissident que lorsqu'elles sollicitent des procurations auprès de plus de quinze actionnaires³⁹⁵.

Dans ce contexte, il est prévisible que les circulaires de dissident seront rarement utilisées par les dissidents sollicitant des procurations puisqu'elles ne seront nécessaires que dans les cas où les sociétés ne possèdent pas plusieurs actionnaires importants ou encore, lorsque l'actionnariat de la société est largement dispersé³⁹⁶. Par ailleurs, comme le régime actuel ne prévoit pas de mécanisme de remboursement des frais occasionnés aux actionnaires qui se prévalent avec succès du régime de sollicitation de

³⁹³ Art. 150 L.c.s.a. et art. 9.1 du *Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue*, préc., note 379. Ainsi, les dirigeants d'une société fédérale de plus de cinquante actionnaires doivent envoyer, avec l'avis de convocation de l'assemblée, un formulaire de procuration ainsi qu'une circulaire d'information aux actionnaires, que la société ait fait appel au public ou non (si la société a fait un appel au public, un formulaire de procuration et la circulaire doivent être envoyés aux actionnaires, et cela, peu importe le nombre d'actionnaires que comporte la société). Le résultat, en vertu du droit québécois, est sensiblement le même, mais découle de l'application de la réglementation en matière de valeurs mobilières. Voir : *Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus et d'inscription*, préc., note 264, l'article 9.1 du *Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue*, préc., note 379 de même que les articles 5 et 68 L.v.m.Q. sur la notion de société fermée et d'émetteur assujetti.

³⁹⁴ Article 150 L.c.s.a., *Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus et d'inscription*, préc., note 264, article 9.1 du *Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue*, préc., note 379 de même que les articles 5 et 68 L.v.m.Q. sur la notion de société fermée et d'émetteur assujetti.

³⁹⁵ Art. 150(1.1) L.c.s.a. et art. 9.2(2) du *Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue*, préc., note 379.

³⁹⁶ Les modifications apportées à la L.c.s.a. en 2001 afin de faciliter la communication entre les actionnaires ont exempté de l'obligation d'envoyer une circulaire pour effectuer une sollicitation restreinte (art. 150(1.1) L.c.s.a.) ou pour effectuer une sollicitation transmise par diffusion publique, par discours ou encore par le biais d'une publication (art. 150(1.2) L.c.s.a.).

procurations, les cas de sollicitation restreinte seront d'autant plus probables.

En effet, les actionnaires dissidents qui souhaitent faire parvenir des formulaires de procuration et des circulaires d'information explicitant leurs idées ne peuvent le faire aux frais de la société ni se faire rembourser le coût de leurs démarches³⁹⁷. Or, contrairement aux actionnaires dissidents, les administrateurs élus peuvent faire parvenir aux actionnaires les formulaires de procuration et les circulaires d'information requis afin de favoriser leur réélection ou l'approbation de règlements qu'ils ont mis en place en ayant recours aux ressources financières de la société³⁹⁸. Si cette situation peut s'expliquer par le fait que les administrateurs représentent l'intérêt de la majorité des actionnaires et du fait qu'ils sont, de par la loi, responsables de la gestion des affaires de la société³⁹⁹, ce déséquilibre représente évidemment un frein à l'activisme des actionnaires qui souhaitent faire entendre leur voix par ce biais.

Rappelons en terminant, que puisque les personnes inscrites dans les registres des sociétés ne sont souvent pas les véritables propriétaires des actions, ce sont normalement les courtiers ou les sociétés de courtage, qui détiennent les titres pour le compte des investisseurs institutionnels, qui recevront l'avis de convocation ainsi que les documents l'accompagnant. Dans ce contexte, l'intermédiaire au nom de qui les actions sont inscrites dans les registres de la société a l'obligation de transmettre aux actionnaires véritables l'ensemble de la documentation reçue. Il doit par ailleurs obtenir

³⁹⁷ Actuellement, l'actionnaire pourra récupérer les frais liés à une bataille de procurations si le conseil d'administration en décide ainsi. Raymonde CRÉTE, *The Proxy System in Canadian Corporations: A Critical Analysis*, Montréal, Wilson & Lafleur, 1986, p. 305 et suiv.. Ceci sera notamment le cas dans l'éventualité où ce dernier réussit à obtenir suffisamment de procurations pour faire élire une majorité des membres du conseil d'administration. Or, les chances de succès d'une bataille de procuration sont relativement minces. K.P. McGUINNESS, préc., note 328, p. 1193.

³⁹⁸ R. CRÉTE, préc., note 397, p. 300 et suiv.; Franklin Wellington WEGENAST, *The Law of Canadian Companies*, Toronto, Burroughs and Company Limited, 1931, p. 316.

³⁹⁹ Art. 102 L.c.s.a. et art. 112 L.s.a.Q.

des instructions de celui-ci quant à la façon d'exercer les droits de vote liés à ces actions⁴⁰⁰.

En effet, l'intermédiaire qui détient les titres au nom de l'actionnaire véritable ne peut exercer les droits de vote rattaché aux titres détenus. Dans ce cadre, la loi prévoit que le propriétaire véritable des actions peut se faire désigner comme fondé de pouvoir par l'intermédiaire et ainsi exercer les droits de vote liés aux actions dont il est le véritable propriétaire et ainsi exercer directement le droit de vote lié aux titres détenus par l'intermédiaire⁴⁰¹. Compte tenu du rôle important des divers investisseurs institutionnels quant à la préparation de la retraite des Canadiens, cette procédure n'est pas négligeable, car elle permet aux propriétaires véritables des titres de jouer le rôle qui leur revient pour assurer la bonne gouvernance des sociétés dans lesquelles ils ont investi⁴⁰².

1.1.3.3. Les états financiers

Les administrateurs doivent également fournir aux actionnaires, au moins une fois par année, lors de l'assemblée annuelle, des renseignements fiables, compréhensibles et complets concernant la situation financière de la société⁴⁰³. Spécifiquement, les administrateurs doivent, lors de l'assemblée

⁴⁰⁰ Art. 147 et 153(2) et (4) L.c.s.a. Sur la procédure d'envoi de la documentation aux actionnaires véritables, voir l'étude de Carol HANSELL, Mark CONNELLY, Michael DISNEY et al., *The Quality of the Shareholder Vote in Canada*, Discussion Paper, 22 octobre 2010, p. 63 et suiv., en ligne : Davies Ward Phillips & Vineberg LLP <<http://www.dwpv.com/shareholdervoting/>>.

⁴⁰¹ Art. 153(5) L.c.s.a.

⁴⁰² Soulignons toutefois que le non-respect des dispositions de l'article 153 L.c.s.a. par l'intermédiaire qui détient les titres au nom du propriétaire véritable n'a pas pour conséquence d'entraîner la nullité de l'assemblée ou des mesures prises lors de cette dernière. Art. 153(6) L.c.s.a. et *Raffo c. Tecknor industriels inc.*, [2000] J.Q. No. 986, par. 57-58 (C.S.).

⁴⁰³ Articles 155 L.c.s.a. et 225, 230 L.s.a.Q. Les sociétés qui sont devenues émettrices assujetties à la suite d'un appel public à l'épargne doivent pour leur part respecter les dispositions du *Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue*, préc., note 379 M. MARTEL et P. MARTEL, préc., note 83, p. 19-19. Soulignons par ailleurs que cette

annuelle, présenter aux actionnaires les états financiers de la société, le rapport de l'auditeur, ainsi que tous les renseignements pertinents sur la situation financière et les résultats des activités de la société. D'ailleurs, la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* précise que la société doit faire parvenir à l'ensemble des actionnaires (sauf à ceux qui l'ont avisée par écrit de leur désir de ne pas recevoir ces documents)⁴⁰⁴ une copie de ces documents vingt et un jours avant l'assemblée annuelle⁴⁰⁵ afin de permettre aux actionnaires d'en prendre préalablement connaissance⁴⁰⁶. Dans le cas d'une société ouverte, la société doit déposer des états financiers annuels vérifiés comprenant l'information financière de l'exercice précédent au plus tard le 90^e jour suivant la fin de son exercice financier (art. 4.2 du Règlement 51-102) ainsi que ses états financiers intérimaires au plus tard le 45^e jour après la fin de sa période intermédiaire (art. 4.4 du Règlement 51-102). Soulignons que l'article 4.6 du Règlement 51-102 indique que l'émetteur assujetti n'est tenu d'envoyer ses états financiers et son rapport de gestion qu'aux personnes qui en font la demande⁴⁰⁷.

Par ailleurs, les législateurs fédéral et provincial ont également voulu que l'actionnaire puisse avoir accès non seulement aux états financiers de la société dont il détient les titres, mais également à ceux de toutes les filiales et sous-filiales de cette dernière⁴⁰⁸. En effet, les actionnaires peuvent examiner gratuitement les états financiers des filiales ou des personnes morales dont les comptes sont consolidés avec les états financiers de la

obligation d'information et de divulgation financière sera d'autant plus stricte si la société a procédé à un appel public à l'épargne.

⁴⁰⁴ *Labatt Brewing Co. c. Trilon Holdings inc.*, [1998] O.J. No. 3134, par. 5 (Ct. of J. Gen. Div.).

⁴⁰⁵ Art. 159(1) L.c.s.a.

⁴⁰⁶ La *Loi sur les sociétés par actions* du Québec prévoit pour sa part que tout actionnaire a le droit d'obtenir une copie des états financiers (art. 225 al. 3 L.s.a.Q.).

⁴⁰⁷ Cette disparité entre la législation en matière de valeurs mobilières et celle encadrant les sociétés par actions ne semble toutefois pas poser de véritable problème dans un contexte où cette information est facilement accessible par le biais d'Internet pour quelqu'un qui souhaiterait l'obtenir. K.P. McGUINNESS, préc., note 328, p. 917.

⁴⁰⁸ *Power Corporation du Canada c. Mouvement d'éducation et de défense des actionnaires*, 2008 QCCS 801, [2008] J.Q. No. 1764.

société dans laquelle ils détiennent les titres⁴⁰⁹. Ce droit personnel statutaire, que la loi accorde aux actionnaires sans égard au consentement de la société ou aux motivations qui sous-tendent sa demande⁴¹⁰, permet à l'actionnaire de s'informer de toutes les charges financières de la société dans laquelle il est actionnaire et d'évaluer les risques rattachés à son investissement⁴¹¹.

L'information financière transmise par la société est fondamentale puisqu'elle fournit aux actionnaires l'information qui leur permet d'évaluer le travail des administrateurs et de manifester judicieusement leur appréciation de la gestion et des décisions qui ont été prises par l'exercice de leur droit de vote⁴¹². En effet, la capacité des actionnaires d'exercer leur pouvoir démocratique et de remplacer les membres du conseil d'administration, dans l'optique de réduire les coûts d'agence, est directement liée à la qualité de l'information qui leur est fournie. Plus l'information divulguée est complète et fiable, plus l'exercice de leur droit de vote risque d'être éclairé.

Comme la communication de l'information financière constitue la pierre angulaire des mécanismes de protection qui sont accordés aux actionnaires, ce n'est que si la société établit que la présentation de certaines

⁴⁰⁹ Art. 157(1) et (2) L.c.s.a. et 228 L.s.a.Q. Le nouvel article 228 prévoit toutefois une exception à l'application de cette règle lorsque le montant de la valeur des actifs, celui des produits et celui des bénéfices avant impôts de la filiale ou de la personne morale représente chacun moins de 10 % du montant correspondant dans les états financiers de la société.

⁴¹⁰ *Labatt Brewing co. c. Trilon Holdings inc.*, préc., note 404, par. 6.

⁴¹¹ *Power Corporation du Canada c. Mouvement d'éducation et de défense des actionnaires*, 2008 QCCS 801, par. 33 et suiv., [2008] J.Q. No. 1764. Dans ce cadre, ce n'est que si la société établit que la divulgation des états financiers consolidés lui serait préjudiciable ou le serait à l'une de ses filiales que le tribunal pourra interdire à l'actionnaire l'exercice de son droit de consulter ces documents financiers. *Minas Basin Holdings Ltd. c. Paul Bryant Entreprises Ltd.*, [2009] N.S.J. No. 82, par. 33 et 35 (S.C.).

⁴¹² *Re Niagara Wire Weaving Co. Ltd.*, [1971] O.J. No. 1587, par. 12 (C.A.): « [...] the presentation to shareholders of financial statements is directed to the enlightenment of shareholders in order that they may appraise the performance of the directors and officers in the conduct of the affairs of the corporation in which they are shareholders and may be thus able to approve or disapprove of the policy of management by exercising the voting powers vested in them. »

informations serait préjudiciable à ses intérêts qu'elle pourra être dispensée de les divulguer⁴¹³. Notamment, la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* prévoit que le fait de restreindre d'une façon ou d'une autre le droit des actionnaires de consulter les documents de la société peut entraîner une peine pouvant atteindre 5 000 \$ et/ou un emprisonnement d'au plus six mois (art. 21(10) L.c.s.a.). Dans la même veine, la négation du droit à l'information financière des actionnaires peut, en plus de l'application d'une amende maximale de 5 000 \$ (art. 159(2) L.c.s.a.), entraîner la dissolution de la société par actions fédérale⁴¹⁴. La nouvelle loi québécoise sur les sociétés par actions prévoit quant à elle, à son article 490, qu'à défaut pour une société de donner suite dans les dix jours de la réception d'une demande formulée par un actionnaire ou par toute autre personne dans le cas d'une société qui compte 50 actionnaires et plus ou qui est un émetteur assujetti afin d'obtenir la liste des actionnaires, cette dernière commet une infraction passible d'une amende d'au moins 5 000 \$ et d'au plus 50 000 \$. Il en va de même si la société ne respecte pas son engagement de donner accès à cette liste ou à ses registres des valeurs mobilières (art. 491 L.s.a.Q.).

1.1.3.4. Le rapport de gestion

L'émetteur assujetti doit par ailleurs envoyer annuellement à ses actionnaires un formulaire leur permettant de demander un exemplaire des états financiers annuels et du rapport de gestion correspondant ou un exemplaire des états financiers intermédiaires et des rapports de gestion correspondants, ou les deux.

⁴¹³ Art. 156 et 157(3) L.c.s.a. et art. 229 L.s.a.Q.

⁴¹⁴ Chantal PERREAULT, Karine BOURGEOIS et Julie BOUTHILLER, « L'accès à l'information des administrateurs et des actionnaires du Québec », dans Service de la formation continue, Barreau du Québec, vol. 231, *Développements récents sur les abus de droit (2005)*, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 2005, p. 199, à la page 207.

Pierre angulaire de l'information continue, le rapport de gestion transmet⁴¹⁵ de l'information⁴¹⁶ expliquant et évaluant la performance globale de la société et les perspectives de cette dernière⁴¹⁷ en supplément des états financiers (sans toutefois en faire partie⁴¹⁸) et fournit aux investisseurs des informations leur permettant de décider s'ils investissent ou s'ils continuent d'investir dans une entité⁴¹⁹. En somme, le rapport de gestion constitue un élément essentiel de communication de l'information financière pour l'ensemble des actionnaires actuels et futurs⁴²⁰. En ce sens, le rapport de gestion doit aider les investisseurs actuels et potentiels à comprendre les états financiers en traitant par exemple de l'information importante qui n'est pas analysée de manière approfondie dans les états financiers (notamment : les éléments de passif éventuels, les manquements aux conditions d'un contrat de prêt, les arrangements hors bilan et les autres obligations contractuelles) ou en examinant les tendances et les risques importants qui ont eu une incidence sur les états financiers, ainsi que les tendances et les risques qui pourraient dorénavant avoir une incidence⁴²¹.

⁴¹⁵ Le rapport doit être établi conformément à l'Annexe 51-102A1. *Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue*, préc., note 379.

⁴¹⁶ Le rapport de gestion porte sur la situation financière consolidée, les résultats d'exploitation consolidés et sur les flux de trésorerie consolidés non vérifiés pour une période déterminée.

⁴¹⁷ Il doit expliquer, du point de vue de la direction, la performance passée d'une entité, sa situation financière actuelle ainsi que ses perspectives d'avenir.

⁴¹⁸ R. CRÊTE, préc., note 314, 212.

⁴¹⁹ Considérant leur importance pour les actionnaires, le rapport de gestion annuel et intermédiaire ainsi que tout supplément au rapport de gestion annuel qui doivent être déposés en vertu de la législation en matière de valeurs mobilières doivent être approuvés par le conseil d'administration avant leur dépôt. Toutefois, soulignons que le conseil d'administration peut s'acquitter de cette obligation en déléguant au comité d'audit la tâche d'approuver le rapport de gestion. *Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue*, préc., note 379, art. 5.5(1).

⁴²⁰ L'Institut Canadien des Comptables Agréés indique également que le rapport de gestion doit également prendre en considération d'autres utilisateurs tels que les agences de notation des obligations, les prêteurs, les clients, les concurrents, le personnel, les fournisseurs et les autorités publiques. Institut Canadien de Comptables Agréés, « Le Rapport de gestion - Lignes directrices concernant la rédaction et les informations à fournir », juillet 2009, en ligne : ICCA <<http://www.icca.ca/recherche-et-recommandations/information-sur-la-performance/item29636.pdf>>.

⁴²¹ *Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue*, préc., note 379, Annexe 51-102A1.

1.2. L'incidence de l'environnement institutionnel et réglementaire sur la mise en œuvre par les actionnaires des mécanismes de contrôle

Afin de mieux comprendre les choix qui sont faits par les actionnaires en ce qui concerne l'exercice de leurs droits et d'être à même d'établir une comparaison valable de leur pouvoir d'intervention en lien avec les pouvoirs conférés aux dirigeants, il est nécessaire d'examiner ces droits à la lumière des divers obstacles qui en limitent l'utilisation par les actionnaires. Si nous avons abordé, de manière incidente, certains de ces obstacles légaux imposés aux droits des actionnaires dans la section précédente, le bref aperçu que nous avons donné est loin de donner un portrait global de la situation.

En effet, les actionnaires canadiens qui souhaitent exercer leur droit de contrôle et de surveillance font face à de nombreuses autres entraves. Que l'on pense aux questions de temps, de coûts, de manque d'expertise lié au domaine ou à l'industrie spécifique de la société dont ils détiennent les titres, ou encore à des situations de conflits d'intérêts ou à la présence de certaines contraintes légales, nombreuses sont les barrières qui entravent l'interventionnisme des actionnaires. Afin de dresser un portrait global de la situation, nous aurons recours aux deux thèses mises de l'avant par la littérature pour regrouper et expliquer l'importance relative des facteurs induisant cette passivité observée chez les actionnaires face à l'exercice de leurs droits⁴²².

Ainsi, en premier lieu, la thèse voulant que ce soient des limitations de nature économique et organisationnelle (1.2.1) qui constituent un frein à l'exercice par les actionnaires de leurs droits nous permettra d'aborder la question de l'exercice des droits des actionnaires notamment sous l'angle du problème d'action collective, de l'apathie rationnelle, de l'impact de la

⁴²² R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 6.

présence d'un actionnaire de contrôle et des différents conflits qui influent sur les décisions des investisseurs. En second lieu, la thèse de la surréglementation⁴²³ (1.2.2) nous permettra de nous attarder, entre autres, sur certaines règles en matière de propriété des titres d'une société ainsi que sur d'autres relatives à l'exercice du droit de vote des actionnaires.

1.2.1. Les barrières économiques et organisationnelles entravant l'utilisation des mécanismes de contrôle

Afin de déterminer quelle influence ont les obstacles économiques et organisationnels sur le contrôle et la surveillance que peuvent exercer les investisseurs, nous tenterons dans la prochaine section de cerner ce qui pousse les actionnaires à adopter une attitude passive. Ce questionnement nous amènera notamment à nous pencher sur le concept d'apathie rationnelle ainsi que sur celui du resquillage des actionnaires face à un problème de gouvernance survenant au sein d'une société. Ces notions, auxquelles nous avons déjà fait appel de manière incidente, sont étroitement liées au problème d'action collective (1.2.1.1.) dont l'intérêt théorique ne peut être négligé lorsque l'on tente d'appréhender la nature et l'étendue de la participation des actionnaires en lien avec la gouvernance des sociétés dont ils détiennent les titres.

Par ailleurs, afin de compléter cette démarche visant à saisir les limitations contextuelles affectant les interventions des actionnaires institutionnels, nous nous attarderons également sur l'impact de la structure de propriété (1.2.1.2.), sur les facteurs culturels (1.2.1.3.) ainsi que sur les situations de conflits d'intérêts qui influent sur leurs décisions et sur l'exercice effectif de

⁴²³ Certains auteurs semblent en effet croire que la passivité des actionnaires peut s'expliquer en partie par l'effet cumulatif des choix législatifs qui ont été faits dans les dernières années. L.A. BEBCHUK, "The Case for Increasing Shareholder Power", préc., note 4; B.S. BLACK, "Shareholder Passivity Reexamined", préc., note 6; cet auteur a également traité de cette question dans son texte intitulé "The Value of Institutional Investor Monitoring: The Empirical Evidence", préc., note 6, 896; de même que dans le texte de B.S. BLACK, "Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice", préc., note 6; Voir également F.S. PARTNOY et R.S. THOMAS, préc., note 252.

leur droit de vote (1.2.1.4.). En outre, comme l'influence de ces différents obstacles et l'impact qu'ils sont susceptibles d'avoir sur les actions des différents investisseurs institutionnels sont contingents des caractéristiques propres à chaque type d'investisseurs institutionnels, il s'avère également nécessaire de s'attarder aux divers rôles qu'on leur reconnaît (1.2.1.5.).

1.2.1.1. La théorie de l'action collective

Selon la théorie de l'action collective, un actionnaire rationnel réalisera une intervention si cette dernière s'avère profitable pour lui au terme d'une analyse coûts/bénéfices⁴²⁴. En effet, les bénéfices découlant des interventions des actionnaires constituent un bien collectif dont l'ensemble des actionnaires peut profiter au prorata de leur investissement dans la société, même s'ils n'ont aucunement participé à sa mise en œuvre ou qu'ils n'y ont pas contribué financièrement. Ainsi, même si un actionnaire a initié une intervention et a assumé la totalité des coûts liés à sa réalisation, il ne peut récolter plus que sa part des retombées positives découlant de la démarche⁴²⁵. Dans ce cadre, bien que la surveillance et la discipline des dirigeants soient nécessaires pour se prémunir contre une gestion de la société qui ne prend pas en considération les intérêts de l'ensemble des actionnaires, on conçoit aisément qu'il est néanmoins irrationnel pour un actionnaire de poser des gestes concrets pour corriger un problème observé si la démarche entraîne davantage de dépenses pour lui qu'elle ne lui rapporte d'avantages.

Partant, il est rationnel pour un investisseur de participer à une démarche visant à mettre en place des mécanismes de surveillance et de discipline des dirigeants seulement dans le cas où les avantages qu'il peut tirer de la

⁴²⁴ Voir notamment Mancur OLSON, *The logic of collective action: public goods and the theory of groups*, 2^e éd., Cambridge, Harvard University Press, 1971; R. CRÈTE et S. ROUSSEAU, préc., note 6; Patrice MANN, *L'action collective – Mobilisation et organisation des minorités actives*, Paris, Armand Colin, 1991, p. 61; J. SARRA, préc., note 277, 65.

⁴²⁵ E. MACKAAY. et S. ROUSSEAU, préc., note 15, p. 521.

mise en place de ces mesures de surveillance sont supérieurs aux coûts liés à sa participation dans cette démarche⁴²⁶. Ainsi, lorsque l'avantage que peut retirer un investisseur est supérieur à 0, l'action collective a des chances d'aller de l'avant (situation de groupe privilégié), alors qu'en situation inverse, il devient irrationnel pour un investisseur de participer à la mise en place de mesure de surveillance et de contrôle des dirigeants (situation de groupe latent)⁴²⁷.

De ce fait, les actionnaires d'une société qui possède au moins un actionnaire qui est susceptible de tirer profit de la réduction des chances d'opportunisme des dirigeants sont placés dans une situation de groupe privilégié⁴²⁸. Par ailleurs, comme les coûts et bénéfices sont susceptibles de varier selon le type de mécanisme de surveillance et de discipline que l'on souhaite instaurer, les actionnaires d'une société donnée peuvent faire partie d'un groupe latent quant à un type de mesure et d'un groupe privilégié quant à un autre⁴²⁹.

Or, quels sont ces éléments auxquels les actionnaires prêtent attention lorsqu'ils effectuent le calcul comparatif des coûts et bénéfices pouvant découler d'une intervention?

⁴²⁶ Edward B. ROCK, "The Logic and (Uncertain) Significance of Institutional Shareholder Activism", (1991) 79 *Geo. L.J.* 445, 455. « Under Olson's analysis, it is rational for an individual to provide a collective good if and only if $A_i = V_i - C > 0$, where A is the advantage to individual I of providing the good, V_i is the gross benefit of the collective good to I, and C is the cost to I of providing the benefit. » Voir au même effet R. CRÉTE et S. ROUSSEAU, préc., note 6, 896 et suiv.

⁴²⁷ E.B. ROCK, préc., note 426, 455. Dans ce contexte, il va de soi que la présence d'un actionnaire de contrôle au sein d'une société aura une grande influence sur le choix de l'actionnaire minoritaire d'effectuer une intervention. En effet, dans l'éventualité où l'actionnaire de contrôle détient le pouvoir de faire échec à une démarche et a, par ailleurs, manifesté son opposition à celle-ci, les chances d'un bénéfice étant réduites à néant amènent les actionnaires minoritaires à privilégier une attitude passive.

⁴²⁸ *Id.*, 455.

⁴²⁹ *Id.*.

1.2.1.1.1. Les bénéfiques

Selon les professeurs Crête et Rousseau, le bénéfice qui sera pris en considération par un actionnaire dans le cadre de son analyse comparative sera essentiellement composé de deux éléments, soit (1) la part des bénéfiques de nature collective découlant de l'intervention calculée selon le nombre de titres détenus par l'actionnaire et (2) les bénéfiques privés pouvant résulter d'une intervention projetée⁴³⁰.

Ainsi, d'une part, la portion du bénéfice de nature collective résultant de l'amélioration de la gouvernance de la société peut découler de l'augmentation de la valeur des actions et des revenus de la société ayant fait l'objet d'une intervention ou encore de l'opposition à une transaction qui aurait, n'eut été de l'intervention, entraîné une diminution de l'avoir des actionnaires⁴³¹. Tel que nous l'avons évoqué, ce type de bénéfice constitue un bien collectif, et conséquemment plus le nombre de titres détenu sera important, plus le bénéfice résultant de l'intervention visant à limiter l'opportunisme des dirigeants ou des actionnaires de contrôle le sera aussi. Pour sa part, le bénéfice particulier ne profite qu'à l'actionnaire ayant réalisé l'intervention et n'est normalement pas influencé par le nombre de titres détenu⁴³². Tel que le soulignaient les professeurs Crête, Rousseau et Rock, ce type de bénéfice peut résulter, par exemple, du fait pour un investisseur institutionnel d'être perçu comme le défenseur des petits investisseurs si, une telle perception est susceptible d'accroître la légitimité d'une institution du secteur public ou encore d'augmenter les actifs qui lui sont confiés⁴³³.

⁴³⁰ R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 6, 897; E.B. ROCK, préc., note 426, 460.

⁴³¹ R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 6, 897. À titre d'illustration de cette deuxième composante du bénéfice brut découlant de l'activisme des actionnaires, les auteurs font référence à l'opposition à la privatisation et aux transactions entre parties liées.

⁴³² *Id.*

⁴³³ *Id.* E.B. ROCK, préc., note 426, 460.

Néanmoins, l'importance des bénéfices qui sont susceptibles d'émaner d'une intervention ne permet pas d'expliquer complètement le choix que privilégiera ultimement l'investisseur institutionnel⁴³⁴. En effet, selon Hirschman, il est non seulement nécessaire de prendre en considération les gains effectués par les actionnaires à la suite d'une intervention, mais également l'importance des bénéfices découlant du recours en comparaison avec les autres mesures disponibles⁴³⁵. Ainsi, pour comprendre véritablement le choix qu'effectue un actionnaire lorsqu'il évalue l'opportunité d'emprunter la voie de l'activisme, il faut comparer les gains qui découlent d'une surveillance plus active des dirigeants aux gains découlant d'un autre choix (par exemple, de demeurer actionnaire, mais de ne pas intervenir pour discipliner les dirigeants, ou encore de vendre les actions détenues pour investir dans une autre société)⁴³⁶.

Partant, il n'est rationnel pour un actionnaire d'entreprendre une intervention ponctuelle auprès de la société que si les gains qui sont susceptibles d'en résulter, sont plus importants que les gains qui peuvent découler d'un autre type de comportement. En outre, ce choix peut demeurer un choix rationnel même dans l'éventualité où la portion du bénéfice de nature collective résultant de l'amélioration du rendement de la société est moins élevée que les coûts rattachés à cette intervention⁴³⁷. De la même façon, si les gains découlant de cette autre possibilité sont plus importants que les gains engendrés par la mise en place de mécanismes de surveillance, l'actionnaire sera peu enclin à privilégier une surveillance active, et cela, même si les gains en découlant sont supérieurs à zéro⁴³⁸.

⁴³⁴ Voir notamment le texte de B.S. BLACK, "Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice", préc., note 6, 887.

⁴³⁵ Albert HIRSHMAN, *Exit, Voice, and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States*, Cambridge, Harvard University Press, 1970.

⁴³⁶ E.B. ROCK, préc., note 426, 455-56; F.H. EASTERBROOK et D.R. FISCHER, préc., note 25, 420.

⁴³⁷ E.B. ROCK, préc., note 426, 455-56.

⁴³⁸ *Id.*, 455-56.

En somme, plus un actionnaire possède un nombre important de titres au sein d'une société, plus il est enclin à effectuer une surveillance effective des dirigeants et à intervenir en cas de nécessité⁴³⁹ puisque dans ce cas, tant l'importance de la part de bénéfice qui lui reviendra dans l'éventualité d'une réussite que les chances que son vote influence l'issue de l'intervention augmentent avec le nombre de titres détenus⁴⁴⁰. De ce fait, une concentration accrue de titres détenus par un seul actionnaire augmente l'intérêt de ce dernier à investir du temps et de l'argent afin de discipliner les dirigeants. En effet, il semble trivial d'affirmer qu'il n'est pas logique pour un actionnaire de consacrer argent et énergies afin de surveiller et de contrôler les dirigeants si les bénéfices liés à la vente des titres détenus excèdent les bénéfices susceptibles de découler d'une mesure interventionniste⁴⁴¹.

1.2.1.1.2. Les coûts

Lorsqu'un actionnaire envisage d'adopter une attitude plus active et interventionniste auprès d'une société dont il possède les titres, il doit, dans un premier temps, assumer certains coûts préalables liés notamment à la surveillance, à la recherche et à l'analyse de l'information. Ce n'est que dans l'éventualité où une démarche spécifique est envisagée à la suite de cette surveillance et de cette recherche d'informations qu'il procédera à une évaluation des coûts que l'intervention projetée engendrera afin de déterminer si celle-ci se justifie économiquement⁴⁴².

En effet, les coûts rattachés à une démarche activiste sont nombreux et susceptibles de varier en fonction du type d'intervention qui est privilégié par l'investisseur⁴⁴³. Dans ce contexte, lors de l'évaluation des coûts spécifiques

⁴³⁹ B.S. BLACK, "Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice", préc., note 6, 821.

⁴⁴⁰ *Id.*

⁴⁴¹ Alfred F. CONARD, "Beyond Managerialism: Investor Capitalism?", (1988) 22 *U. Mich. J.L. Reform* 117, 144-145.

⁴⁴² S.M. BAINBRIDGE, préc., note 5, p. 14.

⁴⁴³ R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 6, 897.

à une action, un actionnaire doit notamment considérer les coûts de sollicitation, dont les coûts liés à l'envoi du matériel d'information, les coûts liés à la communication avec les propriétaires véritables des titres, l'ensemble des coûts additionnels lui permettant de persuader les autres actionnaires, ainsi que les coûts particuliers que son action peut susciter, par exemple, les coûts liés aux repréailles des dirigeants de la société visée⁴⁴⁴, ou encore l'image négative que l'intervention peut susciter chez le public investisseur⁴⁴⁵. De même, les risques légaux qui peuvent s'ajouter en repréailles ou en cas d'incertitude juridique, ainsi que la publicité négative pouvant être liée à une poursuite éventuelle doivent également être pris en considération par l'investisseur institutionnel qui examine l'opportunité d'entreprendre une action⁴⁴⁶.

Par ailleurs, les coûts liés à l'organisation de l'intervention peuvent également avoir un effet dissuasif important sur des parties qui, de prime abord, seraient intéressées par un plus grand militantisme. En effet, les frais de la coordination des efforts des différents investisseurs institutionnels dans l'atteinte de l'objectif fixé, la gestion des suspicions de chacun envers les autres, les coûts d'agence qui sont susceptibles d'entraîner d'importantes dépenses de surveillance sont autant d'éléments qui sont susceptibles de faire avorter les démarches entreprises par un ou plusieurs actionnaires. Dans ce cadre, le nombre de titres détenu a un impact important sur l'évaluation de l'importance proportionnelle des coûts liés à l'intervention de l'actionnaire puisque, tel que Black le soulignait, les coûts ayant trait à la surveillance sont moins importants comparativement aux bénéfices qu'il peut

⁴⁴⁴ Par exemple, le fait d'être privé d'indications subjectives (*soft information*) ayant trait au futur de la société risque d'avoir des conséquences importantes sur la performance du fonds dans un marché hautement compétitif. A.F. CONARD, préc., note 441, 146.

⁴⁴⁵ R. CRÈTE et S. ROUSSEAU, préc., note 6, 898.

⁴⁴⁶ B.S. BLACK, "Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice", préc., note 6, 824.

retirer de l'intervention dans l'éventualité où cette dernière a des retombées positives⁴⁴⁷.

Ceci s'explique, d'une part, en raison du fait que les coûts liés à la surveillance sont relativement fixes, mais que les bénéfices qui en découlent sont, tel que nous l'avons évoqué plus tôt, proportionnels à la participation dans la société⁴⁴⁸ et, d'autre part, du fait que les coûts relatifs à la coordination sont beaucoup moins élevés lorsqu'un petit nombre d'investisseurs possèdent des blocs importants d'actions⁴⁴⁹. En effet, les coûts d'organisation étant une fonction croissante du nombre d'individus composant un groupe⁴⁵⁰, la taille du groupe constitue une variable capitale pour comprendre le paradoxe de l'action collective⁴⁵¹ puisque la capacité d'un investisseur institutionnel à exercer une influence sur les sociétés dont ils sont actionnaires réside dans la proportion élevée de titres détenus par les investisseurs institutionnels combinée au faible nombre d'actionnaires institutionnels au sein d'une même société⁴⁵². Ainsi, l'espoir lié à l'institutionnalisation des marchés découle du fait qu'une participation plus importante des fonds institutionnels permet aux actionnaires d'organiser des sous-groupes d'intervention plus aisément et de réduire les coûts liés à la surveillance et à la discipline des dirigeants⁴⁵³. Dans ce cadre, soulignons

⁴⁴⁷ *Id.*

⁴⁴⁸ En effet, tel que nous l'avons souligné plus tôt, la part du bien public qu'un actionnaire peut s'attendre à obtenir sera proportionnelle à sa participation dans le capital-actions de la société. En ce sens, on peut croire que si l'on accroît la concentration de la propriété des titres d'une société, en encourageant ou en permettant aux actionnaires institutionnels de détenir une participation plus importante, on devrait théoriquement les inciter à adopter une stratégie actionnariale plus dynamique. Michel PATRY et Michel POITEVIN, « Pourquoi les investisseurs institutionnels ne sont pas de meilleurs actionnaires? », dans Ronald J. DANIELS et Randall MORCK, *La prise de décision dans les entreprises au Canada*, Calgary, University of Calgary Press, 1995, p. 401, à la page 428; et J.G. MacINTOSH, préc., note 7, 154; Voir au même effet, R. CRÉTE et S. ROUSSEAU, préc., note 6, 899.

⁴⁴⁹ J.G. MacINTOSH, préc., note 7, 154; Voir au même effet, R. CRÉTE et S. ROUSSEAU, préc., note 6, 899.

⁴⁵⁰ E.B. ROCK, préc., note 426, 459; J.S. ZIEGEL, R.J. DANIELS, J.G. MacINTOSH et D. L. JOHNSTON, préc., note 31, p. 394-395.

⁴⁵¹ P. MANN, *op. cit.*, note 424, p. 63.

⁴⁵² A.F. CONARD, préc., note 441, 132.

⁴⁵³ Pareillement, l'actionnariat majoritairement concentré que l'on retrouve au Canada devrait également faciliter l'émergence des interventions activistes puisque les coûts liés à

que le fait que les sociétés canadiennes sont généralement de petite taille facilite l'exercice de pressions sur les dirigeants, la coordination des efforts et l'organisation des manifestations activistes des différents investisseurs institutionnels en réduisant les coûts de leurs interventions.

En outre, la taille et l'importance de la participation que possède un investisseur au sein d'une société donnée appellent un autre commentaire puisque cette particularité influence les coûts que doivent envisager les investisseurs institutionnels dans le choix de l'intervention qui sera menée. En effet, la taille des marchés canadiens fait en sorte qu'il est plus difficile (et plus coûteux) pour un investisseur institutionnel détenant une participation importante au sein d'une société de liquider cette participation en cas de désaccord avec les choix de gestion préconisés par les dirigeants en place. En ce sens, même si le *Wall Street Rule* semble être dans la plupart des cas la solution la plus logique à adopter, et ceci est particulièrement vrai lorsque l'on pense aux investisseurs particuliers, il y a des motifs raisonnables de douter que cette solution sera toujours la meilleure pour les investisseurs institutionnels. Ainsi, la possession d'une participation importante au sein d'une société pourra amener un investisseur à considérer qu'il sera plus judicieux de tenter d'influencer les choix de la direction de la société afin d'accroître la valeur de l'investissement que de tenter d'effectuer une vente des actifs détenus au sein d'une société et de risquer une perte importante de la valeur de leurs titres⁴⁵⁴.

Malgré tout, les coûts liés à la coordination d'une action collective visant à discipliner les dirigeants sont susceptibles d'être moins importants lorsque les investisseurs institutionnels ont recours à des tiers conseillers spécialisés dans les questions de gouvernance⁴⁵⁵. En effet, le recours à des firmes de

l'organisation et à la concertation des autres actionnaires (particulièrement des autres actionnaires institutionnels) sont réduits par conséquent.

⁴⁵⁴ U. RODRIGUES, préc., note 28, 278.

⁴⁵⁵ Nous reviendrons plus en détail sur ce sujet ultérieurement.

services de conseil en matière d'exercice du droit de vote⁴⁵⁶ facilite l'influence collective des investisseurs institutionnels auprès des sociétés ouvertes notamment en diminuant les coûts liés à la recherche de l'information nécessaire à un exercice éclairé du droit de vote (en lien avec la révision des diverses propositions et l'évaluation des candidats proposés lors de l'élection des nouveaux administrateurs ou lors du renouvellement de leur mandat) ainsi qu'en faisant converger une large part de l'actionnariat vers la décision préconisée par la firme⁴⁵⁷.

De plus, le recours aux firmes-conseil en lien avec l'exercice du vote par procuration garantie une certaine confidentialité des gestes posés par les investisseurs institutionnels qui souhaitent exprimer leur mécontentement envers les dirigeants en place sans risquer de subir des représailles économiques de la part de ces derniers, limitant de ce fait les coûts indirects pouvant être liés à l'activisme et leur permettant d'éviter certaines situations de conflits d'intérêts⁴⁵⁸. En effet, tel que le rappelait Coffee, le fait que la firme de conseil prenne la responsabilité de coordonner le vote des actionnaires institutionnels permet à ces derniers de demeurer en apparence passifs et conséquemment d'éviter les implications économiques négatives

⁴⁵⁶ Au Canada, quelques intermédiaires dans le domaine de la gouvernance d'entreprise ont vu le jour dans les dernières années. On peut notamment penser au SHARE ou au Pension Investment Association of Canada qui facilite l'activisme des actionnaires. Sur le plan international, le service de procuration *RiskMetrics* offre un service d'analyse des procurations qui permet aux investisseurs institutionnels de diminuer le temps nécessaire à l'évaluation des procurations et à la prise de décision en ce qui a trait à l'exercice du droit de vote.

⁴⁵⁷ Tel que le soulignent Partnoy et Thomas : « The use of third party advisor allows institutions to pool their resources to generate research and analysis they can use in their activism. It also helps to solve the free rider problem because the advisors' costs are prorated over all member institutions to help facilitate shareholder action. Not surprisingly, these third party advisors have had a significant impact; their recommendations against management proposals have been found to be outcome determinative. » F.S. PARTNOY et R.S. THOMAS, préc., note 252. Voir sur le même sujet I. ANABTAWI et L. STOUT, préc., note 77, p. 29 de la version en ligne.

⁴⁵⁸ En ce qui a trait aux conflits d'intérêts, Black souligne : « For example, banks, insurers, and mutual funds can use their influence to obtain business, public pension funds can trade votes for local jobs, and foundations and endowments can trade votes for financial support. » B.S. BLACK, « Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice », préc., note 6, 855. Nous traiterons plus loin de ce sujet.

en se contentant de payer des frais annuels pour les services rendus, qui sont en réalité leur contribution aux coûts de l'action collective visant à assurer une meilleure gouvernance au sein de la société⁴⁵⁹.

Les coûts associés à l'exercice du droit de vote et à l'organisation de ce dernier peuvent également être réduits par la mise en place par l'investisseur institutionnel de politiques de placement et de lignes directrices indiquant aux fiduciaires ou aux gestionnaires responsables de l'exercice du droit de vote de quelle façon ils doivent exercer ces droits lors de la sollicitation de procuration⁴⁶⁰. Dans ce cadre, les économies d'échelle découlant de la mise en place de ces politiques sont particulièrement intéressantes lorsque ces derniers possèdent des titres dans de nombreuses sociétés susceptibles d'être affectées par les mêmes problèmes de gouvernance puisque l'examen approfondi d'une seule situation permet au fonds d'agir auprès d'un ensemble de sociétés dont les titres sont contenus dans leur portefeuille. Soulignons à ce sujet que le Règlement 81-106 prévoit la possibilité pour un fonds d'investissement de déléguer le vote par procuration qu'il peut exercer de par la détention de titres de différentes sociétés ouvertes canadiennes à un tiers conseiller en valeurs. Il peut même dans le cadre de cette délégation se fonder sur les politiques de vote par procuration du conseiller en question, bien qu'il demeure responsable de la conformité des politiques et procédures de vote par procuration du conseiller avec les politiques et procédures qu'il a établies en conformité avec l'article 10.2 du Règlement⁴⁶¹.

⁴⁵⁹ John COFFEE, "Liquidity vs. Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor", (1991) 91 *Colum. L. Rev.* 1277, 1358.

⁴⁶⁰ Dans ce cadre, il est notamment possible pour un investisseur institutionnel souhaitant mettre en place de pareilles politiques de s'inspirer des recherches effectuées par d'autres fonds pour élaborer leurs propres règles. Gil YARON, "Acting like Owners: Proxy Voting, Corporate Engagement and the Fiduciary Responsibility of Pension Trustees", 28 juin 2005, p. 46, en ligne : SHARE <<http://www.share.ca/files/Acting%20Like%20Owners.pdf>>.

⁴⁶¹ Questions fréquemment posées à propos du Règlement 81-106 sur l'information continue des fonds d'investissement – Avis 81-315 du personnel des autorités canadiennes en valeurs mobilières, N^o 47, vol. 2 *Bull.A.M.F.*, question G-2, 25 novembre 2005.

Ces considérations, susceptibles de mener (ou pas) l'actionnaire institutionnel à entreprendre une action visant à influencer la gouvernance d'une société, ne sont toutefois pas les seules qui seront déterminantes. De manière connexe et fortement liée, le problème de l'apathie rationnelle aura en effet également un rôle important à jouer dans l'analyse décisive menant vers un plus grand activisme.

1.2.1.1.3. L'apathie rationnelle des actionnaires et le problème de resquillage

La théorie développée par Olson⁴⁶² fournit également une explication aux problèmes de resquillage et d'apathie rationnelle que l'on peut observer parmi les actionnaires des sociétés ouvertes. En effet, le problème du resquillage découle directement du fait que l'actionnaire qui met de l'avant une proposition ne retire qu'une fraction des bénéfices émanant de cette dernière, ce qui permet aux autres actionnaires de profiter des efforts que l'actionnaire a déployés sans avoir à partager les coûts ayant permis à ce changement de se produire⁴⁶³. Ce resquillage ou *free riding* des autres actionnaires peut avoir pour effet de dissuader l'actionnaire actif d'aller de l'avant avec sa proposition en l'incitant à attendre, tout comme ses

⁴⁶² M. OLSON, préc., note 424. Olson définit le bien collectif comme étant : "any good such that, if any member of a group consumes it, it cannot feasibly be withheld from other members of the group." A.F. CONARD, préc., note 441, 146. Cela signifie, tel que nous l'avons vu, que les gains découlant d'une intervention entreprise par un ou des actionnaires pour contrer l'opportunisme des dirigeants ou des actionnaires dominants bénéficient à l'ensemble des actionnaires, au prorata de leurs investissements, sans qu'aucun actionnaire ne puisse être exclu du partage des bénéfices découlant de cette intervention, et cela, même s'il n'a pas contribué à la réalisation de cette dernière. E. MACKAAY et S. ROUSSEAU, préc., note 15, p. 92 et suiv. et 521; Voir au même effet, Marco BECHT, Julian R. FRANKS, Colin MAYER et Stefano ROSSI, "Returns to Shareholder Activism – Evidence from a Clinical Study of the Hermes U.K. Focus Fund", (2009) 22 *Review of Financial Studies* 3093, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=934712>>; S.M. BAINBRIDGE, préc., note 5, p. 16; B.S. BLACK, "Shareholder Passivity Reexamined", préc., note 6, 577; E.B. ROCK, préc., note 426, 454; P. MANN, préc., note 424, p. 62; F.H. EASTERBROOK et D.R. FISCHER, préc., note 25, 414; et M. PATRY et M. POITEVIN, préc., note 448, à la page 427.

⁴⁶³ B.S. BLACK, "Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice", préc., note 6, 821.

congénères, que quelqu'un d'autre prenne l'initiative et assume les coûts liés à l'action envisagée⁴⁶⁴.

Ainsi, même si une intervention judiciaire est nécessaire et susceptible de bénéficier à l'ensemble des actionnaires, par exemple dans le cas d'une poursuite intentée au nom de la société, l'actionnaire rationnel évaluera l'opportunité d'entreprendre cette démarche à la lumière du fait qu'il devra assumer la totalité des coûts liés à la démarche, mais que l'ensemble des actionnaires, en tant que resquilleurs, bénéficiera des retombées positives de l'initiative⁴⁶⁵. Cet examen de la situation entraînera possiblement l'actionnaire à favoriser une attitude passive (soit à faire le choix de l'apathie rationnelle) et à espérer que quelqu'un d'autre fasse le choix d'intenter le recours puisque le resquillage constituera le choix le plus rationnel dans les circonstances⁴⁶⁶.

Or, dans l'éventualité où l'ensemble des actionnaires adopte le même raisonnement, aucune action, même celle qui serait potentiellement bénéfique, ne sera entreprise⁴⁶⁷. Cette analyse a d'ailleurs entraîné certains auteurs à considérer que le phénomène de resquillage constitue une explication plausible au faible nombre d'interventions effectuées par les actionnaires institutionnels, et cela, malgré le fait que le phénomène du resquillage affecte les investisseurs institutionnels dans une moindre mesure que les investisseurs individuels. En effet, comme ce ne sont pas tous les

⁴⁶⁴ M. BECHT, J. FRANKS, C. MAYER et S. ROSSI, préc., note 462, p. 4; R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 20, p. 596. En effet, tel que l'énonce Edward B. Rock : « Disciplining management remains necessary to ensure that the managers manage the corporation effectively and in the interests of shareholders. But disciplining is a classic collective good: if it prevents managers from diverting profits from shareholder, all the shareholders benefit in the form of higher earnings and share prices, whether or not they contributed to the discipline. » E.B. ROCK, préc., note 426, 454.

⁴⁶⁵ B.R. CHEFFINS, préc., note 20, p. 344; Roberta ROMANO, "The Shareholder Suit: Litigation without Foundation?", (1991) 7 *J. L. Econ. & Org.* 55, 55; R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 20, p. 596.

⁴⁶⁶ R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 20, p. 596.

⁴⁶⁷ B.R. CHEFFINS, préc., note 20, p. 344; R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 20, p. 596.

actionnaires qui possèdent les mêmes limites ou restrictions ainsi que les mêmes incitatifs, le resquillage ainsi que l'apathie rationnelle sont susceptibles d'affecter l'ensemble des actionnaires même si ce phénomène est plus fréquemment observé parmi les actionnaires individuels, puisqu'il est généralement rationnel pour ces derniers de ne pas initier ou participer à l'effort collectif bien que les mesures disciplinaires soient dans l'intérêt de l'ensemble des actionnaires, puisqu'ils ne peuvent influencer le sort du vote considérant leur faible participation au sein de la société. En outre, comme l'exercice du droit de vote par le biais du formulaire de procuration est complexe et exige un investissement de temps et d'argent, cet effort n'est justifié que si les retombées réelles liées à l'intervention justifient cette dépense. Or, si aucun des actionnaires ne possède une participation significative lui permettant d'influencer l'issue du vote⁴⁶⁸, particulièrement s'il y a un actionnaire de contrôle comme c'est fréquemment le cas dans les sociétés canadiennes⁴⁶⁹, le matériel de procuration ainsi que l'information envoyée à ces actionnaires risquent de se retrouver avec les ordures ou, dans le meilleur des cas, examinés sommairement et retournés à la société avec une délégation de pouvoir aux dirigeants⁴⁷⁰.

En somme, malgré l'importance du droit de vote et son impact sur la bonne gouvernance des sociétés, les actionnaires peuvent, pour divers motifs, notamment la détention d'une faible participation⁴⁷¹, préférer l'apathie et choisir de ne pas participer aux assemblées générales et même s'abstenir

⁴⁶⁸ En effet, il est généralement admis que les actionnaires sont normalement apathiques compte tenu de la perception qu'ils ont que l'enregistrement de leur droit de vote est peu susceptible de faire la différence. F.H. EASTERBROOK et D.R. FISCHER, préc., note 25, 397.

⁴⁶⁹ Au Canada, une autre explication possible de l'apathie rationnelle des actionnaires se trouve dans la fréquence élevée des structures actionnariales comportant des actions subalternes dans les sociétés canadiennes. Le choix de recourir à ce type de mécanisme dérogeant au principe de proportionnalité (une action = un vote) entraîne une situation où les actionnaires institutionnels ne détiennent qu'une faible proportion des titres en circulation de la société et conséquemment considèrent (souvent légitimement) que l'exercice de leur droit de vote est peu susceptible de faire la différence (ce qui augmente l'apathie généralement observable chez les actionnaires).

⁴⁷⁰ J.G. MacINTOSH, préc., note 7, 153.

⁴⁷¹ Nous reviendrons sur ces motifs ultérieurement.

d'exercer leur droit de vote plutôt que d'effectuer un investissement important de temps, d'énergie et d'argent afin d'être en mesure d'exercer ce droit de manière éclairée⁴⁷². Néanmoins, malgré l'importance du resquillage et du phénomène d'apathie rationnelle, la concentration accrue de l'actionnariat que l'on retrouve au Canada ainsi que la taille et la structure des marchés canadiens diminuent l'impact de ces problèmes si l'on se compare à nos voisins du Sud, puisqu'au Canada, les membres passifs d'un groupe actif d'actionnaires seront plus faciles à identifier et qu'il sera conséquemment plus facile d'exercer des pressions sur eux afin qu'ils assument leur part des frais⁴⁷³. Malgré cela, il demeure que certains types d'investisseurs ne participeront que très rarement aux efforts collectifs visant à modifier la gouvernance des sociétés ouvertes, et cela, pour diverses considérations.

1.2.1.2. La présence d'un actionnaire de contrôle

La structure de propriété joue un rôle indéniable et sous-estimé dans les choix qui sont faits relativement aux règles de gouvernance ainsi qu'aux choix réglementaires mis de l'avant⁴⁷⁴. En outre, le choix de la structure de propriété a également des conséquences sur l'exercice des droits des actionnaires minoritaires.

En effet, tel que nous l'avons évoqué, la surveillance possède les caractéristiques d'un bien public et peut conséquemment faire l'objet de resquillage dans les sociétés qui possèdent un actionnariat dispersé. Or, bien que dans un contexte où l'actionnariat est concentré, la surveillance soit plus susceptible d'être assurée par l'actionnaire de contrôle, ce dernier peut également se servir de ce contrôle de fait ou de droit de la société pour

⁴⁷² Bernard S. BLACK, "Shareholder Passivity Reexamined", préc., note 6, 527.

⁴⁷³ E.B. ROCK, préc., note 426, 461.

⁴⁷⁴ Soulignons toutefois que des auteurs, dont La Porta, affirment le contraire. Selon ces derniers, c'est plutôt l'environnement légal qui influe sur la structure de propriété. R. LA PORTA et al., préc., note 8.

retirer des bénéfices qui ne seront pas partagés avec l'ensemble des actionnaires.

Dans ce cadre, la situation est moins avantageuse pour les actionnaires minoritaires, puisqu'il n'est pas possible de se débarrasser des actionnaires de contrôle par le biais d'une prise de contrôle inamicale ou de les remplacer comme on le ferait avec un conseil d'administration qui n'exécuterait pas ses fonctions adéquatement. En effet, la concentration des titres et du droit de vote entre les mains de quelques actionnaires accorde à leurs propriétaires la possibilité d'affaiblir le pouvoir disciplinaire du marché des prises de contrôle puisque les offres qui sont effectuées peuvent dans tous les cas être bloquées par ces derniers.

Par ailleurs, une concentration importante de droits de vote entre les mains d'actionnaires de contrôle leur permettra de faire pencher la balance dans un sens étant favorable à leurs intérêts dans tous les cas où l'ensemble des actionnaires auront à se prononcer sur une question (par exemple, pour l'élection des administrateurs lors de l'assemblée annuelle ou encore lors de l'approbation des règlements adoptés durant l'année et la nomination de l'auditeur). Ainsi, si les règles visant à promouvoir l'indépendance des administrateurs et de l'auditeur et à établir leurs fonctions, pouvoirs et interactions peuvent, en théorie, leur permettre de résister aux pressions de l'actionnaire de contrôle et de protéger les intérêts des actionnaires minoritaires, à l'heure actuelle il existe peu d'indices de l'efficacité de ces dernières en lien avec le niveau des bénéfices privés⁴⁷⁵. Considérant le rôle limité des acteurs qui agissent normalement comme mécanismes de contrôle dans les sociétés à actionariat dispersé, il est nécessaire de faire appel à d'autres acteurs qui sont moins susceptibles de subir les pressions des actionnaires de contrôle.

⁴⁷⁵ L. ENRIQUES et P. VOLPIN, préc., note 115, 125.

Enfin, l'analyse des coûts et des bénéfices découlant d'une intervention amènera inévitablement l'actionnaire minoritaire à privilégier la passivité s'il n'obtient pas l'appui de l'actionnaire de contrôle. En effet, en l'absence de ce soutien, les chances de succès d'une intervention seront minces et conséquemment les bénéfices pouvant résulter de l'action risquent également d'être peu élevés (voire inexistantes). Dans ce cadre, on peut imaginer que les actionnaires qui souhaiteront agir pour faire respecter leurs droits n'auront d'autre choix que celui d'adopter une approche différente.

1.2.1.3. Les facteurs culturels

L'activisme des investisseurs institutionnels est un phénomène complexe de par la diversité des acteurs en présence et des facteurs pouvant influencer leurs choix et décisions ainsi que par la diversité des objectifs que ces différents acteurs poursuivent. En effet, les investisseurs institutionnels ne sont pas tous intéressés (ou disposés) à faire l'acquisition d'une importante participation au sein d'une société ou à développer une politique d'intervention plus agressive de par leur culture, leur taille ou encore, de par la réalité de leur industrie⁴⁷⁶. Par ailleurs, pour certains, la nécessité de maintenir de bonnes relations d'affaires risque d'affecter leur volonté d'intervenir auprès des dirigeants des sociétés dont ils détiennent les titres, et cela, particulièrement dans le cadre d'un marché hautement concentré où il existe une forte interconnexion entre les sociétés et les institutions financières⁴⁷⁷.

Comme nous reviendrons plus en détail sur ces différents éléments dans les pages qui suivent, contentons-nous pour l'instant de rappeler que cette

⁴⁷⁶ R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 6, 942.

⁴⁷⁷ Sur cette question ainsi que sur les risques de publicité négative que peut entraîner un plus grand interventionnisme, voir : J.G. MacINTOSH, préc., note 7, 161; R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 6, 930.

prédisposition à l'activisme est notamment conditionnée par la perception que les gestionnaires de portefeuille ont de leur mandat qui découle de leur formation et de leur expérience en analyse financière ainsi que de la culture de l'industrie dans laquelle ils évoluent⁴⁷⁸. En effet, si pour la plupart des gestionnaires de portefeuille, prendre des décisions d'investissement visant à obtenir un rendement supérieur aux indices du marché, à se démarquer des autres gestionnaires en effectuant une meilleure sélection de titres, à prendre des risques afin d'accroître la valeur du portefeuille ou tenter de diminuer les coûts de gestion constituent une attitude normale et même entendue, le fait de tenter d'améliorer la performance globale du fonds en surveillant et en contrôlant les sociétés dont ils possèdent les titres, d'entreprendre des poursuites, ou d'encourir des frais judiciaires pour des questions de gouvernance relève plutôt de l'exception⁴⁷⁹.

À titre d'illustration de cette culture, nous pouvons penser à la règle généralement acceptée et respectée par l'industrie qui pousse les gestionnaires de fonds à diversifier la composition de leur portefeuille afin de réduire leur risque et ainsi à détenir des placements fragmentés dans de nombreuses sociétés et non à investir des montants importants dans une seule société⁴⁸⁰. Or, malgré tous les bénéfices que l'on associe généralement à la théorie de la diversification des placements, certains considèrent que la diversification encourage la négligence par rapport à un type de risque puisque lorsque les investisseurs détiennent des titres au sein de plusieurs sociétés, ils sont moins enclins à assumer leurs responsabilités d'actionnaires pour n'importe laquelle de celles-ci⁴⁸¹. De ce fait, si la

⁴⁷⁸ R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 6, 882.

⁴⁷⁹ B.S. BLACK, "Shareholder Passivity Reexamined", préc., note 6, 562; R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 6, 883.

⁴⁸⁰ Pour plusieurs, cette façon de faire s'impose à eux de par l'obligation qu'ils ont d'agir avec prudence et diligence dans la gestion des actifs de leurs clients.

⁴⁸¹ Simon C.Y. WONG, "Why Stewardship is Proving Elusive for Institutional Investors", (juillet/août 2010) *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law* 406, 407; Stephen DAVIS, Jon LUKOMNIK, David PITT-WATSON, "Active Shareowner Stewardship: A New Paradigm for Capitalism", (2009) 2(2) *Rotman International Journal of Pension*

diversification des placements a pour conséquence de réduire les risques spécifiques dans le sens traditionnel de la chose, cela entraîne également une croissance générale du risque sur les marchés de valeurs⁴⁸².

1.2.1.4. Les conflits d'intérêts

Outre les problèmes d'action collective, de resquillage et d'apathie rationnelle, les situations de conflits d'intérêts, qui sont intimement liés aux facteurs culturels, ont également une incidence sur la liberté d'intervention des actionnaires institutionnels⁴⁸³. Bien que certains investisseurs institutionnels semblent posséder les incitatifs ainsi que les ressources nécessaires pour influencer les décisions des dirigeants en matière de gestion, les différentes situations de conflits d'intérêts annihilent ou, à tout le moins, limitent leurs tentatives d'intervention.

L'influence des situations de conflits d'intérêts sur les interventions qui sont susceptibles d'être menées par les investisseurs institutionnels est particulièrement pertinente au Canada considérant la taille du marché, l'étroitesse des relations d'affaires (les nouvelles circulent plus rapidement!) ainsi que le nombre nettement moins imposant de sociétés en comparaison avec les États-Unis. En effet, lorsque l'on prend conscience du fait qu'une intervention auprès des dirigeants d'une société risque d'avoir des conséquences sur la capacité d'un investisseur institutionnel à amasser des fonds, à recruter de nouveaux bénéficiaires ou encore que l'intervention peut entraîner des sanctions économiques de la part des dirigeants des sociétés

Management 10, 13. Tel que nous l'avons vu, le fait de détenir un nombre peu important de titres au sein d'une société a pour effet de réduire leur part des bénéfices sans toutefois réduire les coûts d'une intervention et de rendre les options secondaires, dont celle de vendre sa participation dans une société, plus intéressantes que l'activisme.

⁴⁸² S. DAVIS, J. LUKOMNIK, D. PITT-WATSON, préc., note 481, 12.

⁴⁸³ Rappelons ici que même si le terme générique « investisseurs institutionnels » ou « actionnaires institutionnels » peut laisser croire à une certaine homogénéité de ces investisseurs, ces derniers font l'objet, tel que nous le verrons, de différents types de conflits d'intérêts qui leurs sont propres.

visées (perte de la relation d'affaires avec la société visée ou perte d'éventuels contrats avec des sociétés liées⁴⁸⁴), on comprend plus aisément la réticence des investisseurs institutionnels à adopter un comportement activiste et leur tendance à adopter une passivité stratégique⁴⁸⁵.

À titre d'illustration de cette situation, nous pouvons notamment penser aux fonds de pension privés qui peuvent subir des pressions afin qu'ils exercent leur droit de vote d'une manière favorisant la position mise de l'avant par les dirigeants, pression à laquelle ils seront tentés de céder s'ils craignent de perdre la gestion du fonds de pension des employés de cette société ou de sociétés liées. Similairement, les sociétés d'assurances ainsi que les banques privilégient également une approche moins confrontationnelle face aux idées avancées par la direction d'une société dont ils possèdent les titres afin d'éviter des représailles économiques (perte du contrat d'assurance des employés d'une société dans le cas de la société d'assurance, ou perte d'un contrat de preneur ferme dans le cadre d'un nouveau placement d'actions ou d'une autre occasion d'affaires dans le cas d'une banque⁴⁸⁶)⁴⁸⁷. Or, selon certains auteurs, cette crainte de représailles économiques de la part de la société visée ou de la communauté d'affaires en général place d'ailleurs ces deux derniers types d'investisseurs institutionnels dans la catégorie des investisseurs les moins susceptibles de

⁴⁸⁴ Le fait que les investissements soient hautement concentrés et qu'un petit nombre d'actionnaires détiennent le contrôle d'une large part des titres en circulation entraîne une situation où les investisseurs institutionnels qui privilégient une approche plus active dans la société risquent d'être pénalisés pour leurs gestes dans l'ensemble des relations d'affaires qu'ils possèdent avec les sociétés liées. J.G. MacINTOSH, préc., note 7, 161. Cette situation est par ailleurs accentuée par le fait que la plupart des sociétés ouvertes au Canada n'ont pas mis en place de politique assurant la confidentialité de l'exercice du droit de vote.

⁴⁸⁵ G. YARON, préc., note 460, p. 39; B.S. BLACK, "Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice", préc., note 6, 826.

⁴⁸⁶ La présence de murailles de Chine afin d'éviter ce type de conflit d'intérêts ne semble pas suffire afin de limiter l'impact des relations d'affaires sur la façon dont est exercé le droit de vote. B.S. BLACK, "The Value of Institutional Investor Monitoring: The Empirical Evidence", préc., note 6, 600.

⁴⁸⁷ S.M. BAINBRIDGE, "Shareholder Activism and Institutional Investors", préc., note 119, p. 15; E.B. ROCK, préc., note 426, 459 et suiv.

mener une intervention auprès des dirigeants des sociétés dont ils possèdent les titres⁴⁸⁸.

Dans ce cadre, les fonds de pension publics occupent une position particulière puisqu'ils ne risquent pas de briser une relation d'affaires et, en ce sens, devraient, en théorie du moins, contribuer dans une plus grande mesure par leurs interventions à l'amélioration de la gouvernance des sociétés ouvertes⁴⁸⁹. Toutefois, tel que le professeur Romano l'a démontré, les fonds de pension publics font l'objet de pressions politiques qui peuvent entraîner des interventions ou une passivité injustifiées sur un plan économique⁴⁹⁰.

En effet, dans un article daté de 1993, Roberta Romano soulignait que les fonds de pension publics ne sont pas à l'abri des situations de conflits d'intérêts⁴⁹¹ puisque les pressions du gouvernement et des divers groupes locaux, qui sont susceptibles d'influencer les politiques en matière d'investissement sans considération pour les conséquences qu'ont ces décisions sur la valeur du portefeuille, placent les fonds de pension publics dans une situation similaire aux fonds privés ou aux institutions financières. De ce fait, si les fonds privés adoptent une attitude discrète par crainte de représailles économiques, les fonds publics peuvent agir de même, par exemple, à la suite d'une menace de fermeture d'usine entraînant d'importantes pertes d'emplois, afin de se plier à des pressions politiques qui les incitent à soutenir une mesure sociale qui a pourtant un impact négatif sur la valeur des titres composant leurs portefeuilles d'investissement⁴⁹².

⁴⁸⁸ J.C. COFFEE, préc., note 459, 1321.

⁴⁸⁹ Il en va de même des fonds communs de placement.

⁴⁹⁰ Roberta ROMANO, "Public Pension Fund Activism in Corporate Governance Reconsidered", (1993) 93 *Colum. L. Rev.* 795.

⁴⁹¹ *Id.*; voir au même effet E.B. ROCK, préc., note 426, 471 et suiv.; B.S. BLACK, "Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice", préc., note 6, 827.

⁴⁹² R. ROMANO, préc., note 490, 796-797.

Par ailleurs, des craintes légitimes ont souvent été exprimées par les auteurs qui ont dénoncé l'influence politique⁴⁹³ pouvant être exercée sur les choix de placement et les politiques d'intervention limitant possiblement la mise en place de stratégies d'investissement maximisant la valeur du fonds⁴⁹⁴. Comme le note Romano, cette situation se trouve facilitée de par le fait que l'optimalité du rendement des fonds ne constitue pas un incitatif pour les gestionnaires puisque ces derniers n'ont pas à se soucier de conserver ou de gagner des clients. Par ailleurs, le fait est qu'il est peu probable qu'un rendement moindre que celui obtenu par des fonds de pension privés suivant l'adoption de stratégies d'investissement dictées par des intérêts politiques ou sociaux soit surveillé ou sanctionné par ceux qui en supportent le coût : les contribuables⁴⁹⁵.

Néanmoins, malgré les craintes exprimées par ces observateurs, il s'avère pertinent de souligner qu'au Canada du moins, les fonds publics tels que les fonds ontariens Teachers ou OMERS ont contribué de manière importante à la bonne gouvernance des sociétés ouvertes dans les dernières années notamment de par leurs discussions avec les dirigeants des grandes sociétés, de par leurs interventions dans des fusions et acquisitions⁴⁹⁶, ainsi que par leur soutien financier dans le cadre de certains litiges⁴⁹⁷.

En terminant, soulignons que, tout comme les fonds publics, les organismes de placement collectif sont moins affectés par les menaces de représailles

⁴⁹³ Ces influences diverses, peuvent provenir autant des intérêts locaux des gouvernements en place, des intérêts manifestés par des personnes en position de pouvoir ou cherchant à améliorer leur situation personnelle ou encore d'intérêts mis de l'avant par des groupes d'intérêts (comme les dirigeants d'entreprise).

⁴⁹⁴ R. ROMANO, préc., note 490, 808.

⁴⁹⁵ *Id.*, 811.

⁴⁹⁶ *BCE inc. c. Détenteurs de débentures de 1976*, préc., note 99.

⁴⁹⁷ Pensons par exemple à l'affaire *OMERS c. Ford Canada*, (2006) 79 O.R. (3d) 81 (C.A.).

économiques des sociétés⁴⁹⁸. Néanmoins, contrairement aux fonds publics d'investissement, le désir des organismes de placement collectif de protéger l'image publique qu'il projettent – puisque cette dernière est très importante pour attirer de nouveaux clients et conserver les clients existants – pourra affecter leur volonté d'entreprendre certaines démarches auprès des dirigeants afin d'améliorer la gouvernance des sociétés dans lesquelles ils ont investi. Par ailleurs, comme les organismes de placement collectif, tout comme les autres investisseurs institutionnels qui prennent part à des manifestations contre les politiques des administrateurs et dirigeants en place, sont susceptibles d'être privés d'indications subjectives ayant trait au futur de la société (ce que l'on nomme la *soft information*⁴⁹⁹), ce qui risque de les désavantager face à des organismes de placement collectif concurrents, ceci est également susceptible d'affecter leur habilité (ou leur détermination) à jouer un rôle actif en matière de gouvernance.

1.2.1.5. Le double chapeau des actionnaires institutionnels agissant à titre d'agents

Les tenants de l'activisme actionnarial pour assurer une meilleure gouvernance des sociétés ouvertes s'appuient sur la croyance qu'une plus grande liberté d'intervention des actionnaires participerait à diminuer les coûts d'agence découlant de la séparation des pouvoirs et de la propriété. Cette croyance occulte toutefois les conflits d'agence qui affectent également les différents investisseurs institutionnels. En effet, les gestionnaires de portefeuille, qui agissent comme agents des bénéficiaires du fonds qu'ils administrent, ont des obligations et responsabilités qui

⁴⁹⁸ B.S. BLACK, "The Value of Institutional Investor Monitoring: The Empirical Evidence", préc., note 6, 601.

⁴⁹⁹ La *soft information* vise généralement les discussions informelles qu'il peut y avoir entre les dirigeants et les gestionnaires de fonds institutionnels en ce qui concerne les performances à venir de la société selon l'avis des dirigeants. Ces renseignements qui ne sont pas suffisamment spécifiques pour être considéré comme de l'information privilégiée constituent néanmoins des informations utiles ayant trait aux futures performances de la société. Voir J.C. COFFEE, préc., note 459, 1323.

diffèrent de celles qui découlent du statut d'actionnaire des différentes sociétés composant le portefeuille dont ils ont la gestion. Or, la fréquente incompatibilité des différents intérêts qu'ils défendent, que ce soit dans le cadre de leur rôle de gestionnaires, d'actionnaires ou encore à titre personnel, explique possiblement la réticence des gestionnaires des divers fonds institutionnels à accepter de jouer un rôle plus actif auprès des sociétés dont ils détiennent les titres⁵⁰⁰.

Ce faisant, nous proposons de nous attarder dans les lignes qui suivent sur l'influence des responsabilités qui leurs sont imposées (1.2.1.5.1), ainsi qu'aux différents conflits d'agence qui sont susceptibles d'influencer leurs choix (1.2.1.5.2) et à l'impact de la concurrence sur les choix qu'ils effectuent comme actionnaires.

1.2.1.5.1. Les responsabilités et les obligations des gestionnaires institutionnels

Les gestionnaires de fonds se voient essentiellement confier la responsabilité d'appliquer une politique d'investissement diversifiée et avisée et de superviser sa mise en œuvre. Si historiquement cela exigeait essentiellement qu'ils procèdent à l'identification de placements potentiellement intéressants et respectant une politique de placement déterminée, il semble désormais commun d'affirmer que les gestionnaires de fonds doivent également assumer des responsabilités à titre d'actionnaires⁵⁰¹ et exercer, dans le cadre de l'exercice de leur mandat, un droit de regard (discrétionnaire ou non⁵⁰²) sur la gestion des sociétés dont ils

⁵⁰⁰ S. ROUSSEAU et B. GAUTHIER, préc., note 136, à la page 38.

⁵⁰¹ Il est généralement admis que le droit de vote rattaché aux titres détenus par un fonds institutionnel fait partie des actifs du fonds et qu'il doit en ce sens être exercé dans le meilleur intérêt de ses bénéficiaires et dans l'unique objectif d'accroître la valeur du fonds.

⁵⁰² SHARE, *Enquête sur les votes clés par procuration – 2009*, 2010, p. 5, en ligne : SHARE <http://www.share.ca/files/SHARE_proxy_2009_French.pdf>. Soulignons néanmoins, que

détiennent les titres en exerçant le droit de vote⁵⁰³ afin de respecter les obligations de prudence et diligence qui découlent de la loi ou des documents qui régissent leur relation avec les bénéficiaires du fonds⁵⁰⁴.

Or, malgré ces obligations, la complexité de concilier le rôle d'actionnaire avec les obligations qu'un fonds institutionnel possède envers ses bénéficiaires est susceptible d'en dissuader plus d'un à être plus proactifs et interventionnistes afin d'améliorer la gouvernance des sociétés dont ils détiennent les titres. Ceci s'explique notamment, du fait que les coûts associés à l'activisme actionnarial constituent une considération importante du processus décisionnel axé sur le meilleur intérêt des bénéficiaires d'un fonds⁵⁰⁵. Par ailleurs, la comparaison des coûts liés à la mise en œuvre d'une politique énonçant la façon dont le droit de vote sera exercé ainsi que l'exercice du droit de vote rattaché aux titres détenus par le fonds et des conséquences que cela peut avoir sur la valeur des investissements du fond constitue une tâche difficile, voire impossible, à accomplir⁵⁰⁶.

selon cette étude, une majorité importante des gestionnaires de fonds ayant répondu à l'enquête (71 %), déclarent qu'ils exercent la plupart des votes par procuration (soit 80 % ou plus) des caisses de retraite faisant partie de leur clientèle à leur entière discrétion.

⁵⁰³ En effet, certains considèrent que l'exercice du droit de vote rattaché aux actions détenues par le gestionnaire de fonds constitue une obligation minimale qui s'impose à ce dernier. S.C.Y. WONG, préc. Note 481.

⁵⁰⁴ Cette version moderne de l'obligation de prudence et de diligence reconnaît la symbiose qui doit exister entre les fonds institutionnels et les sociétés afin de garantir le succès des deux entités, ainsi que le fait que la gestion des fonds possède un impact sur l'économie globale en plus d'avoir des effets (bénéfiques ou non) sur les sommes confiées par les bénéficiaires du fonds. R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 6, 889. À cette obligation, s'ajoute également une obligation de loyauté qui oblige les gestionnaires à exercer les droits de vote qui leur sont confiés de manière à maximiser l'intérêt des bénéficiaires et non pas de façon à faire valoir un intérêt personnel ou un intérêt d'affaires. Paul ROSE, "Regulating Shareholder Influence: A Disclosure-Based Approach", (8 septembre 2009), Ohio State Public Law Working Paper No. 117, p. 36, en ligne : SSRN <<http://ssrn.com/abstract=1470086>>. En effet, un fond pourrait difficilement justifier la mise en place d'une stratégie visant à influencer les dirigeants afin de favoriser sa vision personnelle de la gouvernance.

⁵⁰⁵ R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 6, 929.

⁵⁰⁶ S.C.Y. WONG, préc., note 481, 408 et 411; G. YARON, préc., note 460, p. 46.

De même, les autres responsabilités qui s'imposent aux investisseurs institutionnels qui confient la gestion d'un fonds à un gestionnaire sont également susceptibles d'influencer la capacité (et la volonté) du gestionnaire de fonds. À titre d'illustration, on peut notamment penser à l'obligation des différents investisseurs institutionnels d'effectuer des placements susceptibles d'offrir un rendement intéressant à leurs bénéficiaires tout en préservant un niveau de liquidité leur permettant de répondre à leurs obligations⁵⁰⁷. En effet, tel que nous l'avons vu plus tôt, l'obligation de maintenir un certain niveau de liquidité afin d'être en mesure de répondre aux demandes de retrait des clients du fonds est susceptible d'entraver l'activisme puisque l'acquisition d'une participation importante au sein d'une société diminue la liquidité de l'investissement⁵⁰⁸.

Cette justification de la passivité de certains fonds institutionnels et de leur gestionnaire est en outre d'autant plus vraie lorsque l'on considère l'existence de restrictions relatives à la nature et au nombre de titres pouvant être détenu. Si nous comprenons les justifications qui ont mené à l'adoption de ces règles, il n'en demeure pas moins que ces restrictions à la propriété affectent également l'intérêt qui sera manifesté pour un interventionnisme accru. Pareillement, le degré de diversification imposé aux différents types de fonds institutionnels dans l'optique de satisfaire à leurs obligations de maximiser la valeur des actifs dans le meilleur intérêt de leurs bénéficiaires et de satisfaire à leur obligation d'agir prudemment en diversifiant leur portefeuille d'investissements⁵⁰⁹ complexifie également la surveillance des

⁵⁰⁷ Cette réalité risque davantage de les pousser à vendre les titres qu'ils détiennent s'ils sont insatisfaits de la gestion et de la rentabilité de la société que d'investir temps et argent pour redresser la situation en intervenant d'une manière ou d'une autre auprès des dirigeants de cette dernière.

⁵⁰⁸ Or, tel que nous l'avons vu, les coûts d'une intervention ne seront pas toujours justifiés si la participation au sein d'une société est peu importante et que les bénéfices anticipés sont moindres que les coûts de la mise en œuvre d'un système de surveillance et de la planification de mesures d'intervention. B.S. BLACK, "Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice", préc., note 6, 873.

⁵⁰⁹ S.C.Y. WONG, préc., note 481, 407; J.G. MacINTOSH, préc., note 7, 162.

différentes sociétés dont ils possèdent les titres. En effet, la surveillance d'un nombre important de sociétés requiert un personnel important et compétent et entraîne inévitablement des coûts pour le gestionnaire⁵¹⁰.

À la lumière de ces observations, une question s'impose : un fonds institutionnel, et donc son gestionnaire, a-t-il l'obligation corrélative de s'abstenir d'exercer le droit de vote lié aux titres qu'il détient dans ses portefeuilles s'il détermine que les coûts de cette démarche (incluant les coûts liés à la recherche et à l'analyse de l'information afin d'exercer un jugement éclairé sur la question soumise aux actionnaires ou encore, la perte de revenu à la suite du rappel du prêt des titres afin d'être en mesure d'exercer les droits de vote) sont plus élevés que les bénéfices découlant possiblement de l'exercice de ce droit? De même, la mise en place d'une politique favorisant la surveillance des dirigeants ainsi que diverses interventions auprès de ces derniers respecte-t-elle les obligations du fonds si ces mesures, prises seules ou en collaboration avec d'autres investisseurs institutionnels, ne permettent pas de maximiser la valeur économique du fonds dans l'intérêt des bénéficiaires (en considération des coûts liés à l'exercice de cette activité de surveillance). Encore ici, l'absence de réponse à ces questions peut entraîner une crainte légitime justifiant la passivité des divers investisseurs institutionnels.

Néanmoins, un début de réponse se retrouve possiblement dans le fait que la plupart des juridictions canadiennes (incluant le fédéral⁵¹¹) possèdent des règles imposant l'adoption de politiques écrites déterminant notamment les règles ayant trait à la délégation ou au maintien des droits de vote acquis grâce aux placements effectués par un fonds, ainsi que des règles encadrant le processus du vote par procuration. De ce fait, même lorsqu'un

⁵¹⁰ I. ANABTAWI et L. STOUT, préc., note 77, p. 30 de la version en ligne.

⁵¹¹ *Règlement de 1985 sur les normes de prestation de pension*, DORS/87-19, art. 7.1(1)(f).

fonds choisit de déléguer à un mandataire l'exercice de son droit de vote, les politiques du fonds devraient prévoir le sens dans lequel les droits de vote devront être exercés et superviser l'exercice de ce mandat.

1.2.1.5.2. Les conflits d'agence affectant les gestionnaires institutionnels

Tel que nous venons de le voir, même si on peut croire que les bénéficiaires des fonds institutionnels sont mieux desservis si les dirigeants des sociétés font l'objet de mesures de contrôle et de surveillance par les gestionnaires du fonds, les coûts rattachés à un interventionnisme accru ainsi que les diverses obligations s'imposant à ces derniers mettront souvent un frein à toute forme d'activisme. Malgré la véracité de ce constat, celui-ci ne reflète pas toute la réalité qui nécessite que l'on prenne également en considération le fait que les gestionnaires de portefeuille sont des agents des bénéficiaires et qu'ils possèdent des intérêts divergents⁵¹².

En effet, lorsque l'on considère les divergences qui existent entre les intérêts des gestionnaires de fonds et ceux des bénéficiaires dont ils gèrent les actifs, on peut présumer qu'un geste visant à améliorer la gouvernance des sociétés ne sera entrepris que s'il est également dans le meilleur intérêt du gestionnaire de fonds⁵¹³. Conséquemment, dans l'éventualité où un geste, bien que dans le meilleur intérêt des bénéficiaires du fonds, nuit aux intérêts du gestionnaire responsable de la gestion du fonds, ou si ce dernier ne bénéficie pas personnellement des retombées de ce geste, il sera peu susceptible d'être posé.

⁵¹² Dans ce cadre, la question qui se pose est celle de savoir si l'on peut faire confiance aux personnes qui sont responsables de la gestion des avoirs des participants du fonds afin qu'ils maximisent la valeur des actifs dans le meilleur intérêt des bénéficiaires. E.B. ROCK, préc., note 426, 469.

⁵¹³ *Id.*, 473.

De ce fait, si le travail de surveillance et de contrôle entrepris bénéficie à un ensemble de fonds et que le gestionnaire de portefeuille n'en bénéficie pas lui-même, par un bonus ou un salaire plus important, il sera peu enclin à entreprendre quelques mesures que ce soit⁵¹⁴. Par exemple, dans le marché des fonds indexés où la meilleure façon d'attirer de nouveaux clients et d'accroître l'importance de l'actif géré est de réduire les coûts de gestion afin d'offrir des bénéfices plus importants aux bénéficiaires⁵¹⁵, le gestionnaire n'aura pas d'intérêt le poussant à agir. En effet, les coûts liés à la surveillance des sociétés dont les titres composent le portefeuille géré et le cas échéant la prise de mesures visant à améliorer la gouvernance de ces sociétés, risque de rendre le fonds moins attrayant pour les investisseurs présents ou éventuels, de diminuer ainsi l'actif sous sa gestion et possiblement de réduire l'importance du salaire qui lui est versé dans la mesure où ce dernier est calculé en lien avec l'importance du fonds.

Par ailleurs, dans la mesure où les gestionnaires de portefeuille sont évalués par les investisseurs en fonction de la performance des autres gestionnaires ou de la performance générale du marché, si le geste posé ne lui permet pas de se démarquer par rapport aux autres gestionnaires, le gestionnaire n'aura généralement aucun motif d'intervenir⁵¹⁶. Ceci sera d'autant plus vrai si ces titres sont également détenus par ses concurrents et que ces derniers bénéficient également des retombées positives sans toutefois avoir partagé les coûts de l'intervention bénéfiques⁵¹⁷, puisqu'encore ici, le gestionnaire actif risque de perdre des investisseurs aux mains de ses concurrents puisque ses frais seront plus élevés.

⁵¹⁴ Tel qu'énoncé par Rock : « A change that benefits all will benefit non. » *Id.*, 474.

⁵¹⁵ *Id.*

⁵¹⁶ Ceci est particulièrement vrai dans le cas où le fonds fait appel à une stratégie d'indexation (plutôt qu'à une stratégie de gestion active) qui vise à obtenir un rendement qui s'approche du rendement d'un indice boursier choisi, et qui pousse les gestionnaires du fonds à diversifier leurs actifs ainsi qu'à réduire leurs frais de gestion au maximum. S.C.Y. WONG, préc., note 481, 409; E.B. ROCK, préc., note 426, 473.

⁵¹⁷ S.M. BAINBRIDGE, "Shareholder Activism and Institutional Investors", préc., note 119, p. 14; K.A.D. CAMARA, préc., note 285, 224; R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 6, 926.

Malgré ce constat qui peut à première vue sembler pessimiste, il faut néanmoins souligner que quelques gestionnaires de fonds possèdent des motifs économiques, politiques ou autres qui pourront les pousser à l'action⁵¹⁸.

1.2.2. Les barrières légales et contractuelles au contrôle des actionnaires

Dans les années quatre-vingt-dix, de nombreux auteurs (surtout en provenance des États-Unis) se sont prêtés à l'analyse des dispositions réglementaires et législatives encadrant les sociétés ouvertes⁵¹⁹. Ces derniers en sont en outre venus à la conclusion que l'environnement légal dans lequel les investisseurs institutionnels évoluaient les empêchait de prendre pleinement leur place d'actionnaires au sein des sociétés dont ils détenaient les titres.

Ces analyses ont notamment permis à ces auteurs d'identifier différentes restrictions directes et indirectes aux droits ainsi qu'à l'influence que pouvaient exercer les actionnaires institutionnels. Parmi les restrictions, soulignons entre autres les règles imposant une obligation de divulgation de l'importance de l'emprise exercée sur les titres d'un émetteur dans les cas des actionnaires importants, les règles de divulgation par les initiés, ainsi que les règles ayant trait à l'exercice du droit de vote et à la communication

⁵¹⁸ Ces bénéfiques pourront être de nature privée et n'avoir aucun lien avec l'amélioration éventuelle de la performance de la société visée. E.B. ROCK, préc., note 426, 475.

⁵¹⁹ Voir notamment B.S. BLACK, "Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice", préc., note 6, 822 et suiv.; B.S. BLACK, "Shareholder Passivity Reexamined", préc., note 6, 529 et suiv.; J.C. COFFEE, préc., note 459, 1336 et suiv.; A.F. CONARD, préc., note 441, 152 et suiv.; R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 6, 934 et suiv.; J.G. MacINTOSH, préc., note 7, 167 et suiv.; K.E. MONTGOMERY, préc., note 6, 193; John J. POUND, "Proxy Contests and the Efficiency of Shareholder Oversight", (1988) 20 *J.Fin. Econ.* 237.

entre les actionnaires⁵²⁰. Ces règles avaient selon ces auteurs deux effets principaux sur les actionnaires des sociétés ouvertes : elles décourageaient la détention de blocs d'actions importants et elles complexifiaient la coordination ainsi que la communication entre les actionnaires qui désiraient mettre en œuvre une intervention afin d'améliorer la gouvernance au sein des sociétés dont ils détenaient les titres⁵²¹. Or, qu'en est-il actuellement au Canada?

Afin d'avoir une meilleure compréhension de la structure et des mécanismes de gouvernance du système actuel et de leur influence sur les choix qu'effectuent les actionnaires⁵²², nous proposons d'examiner dans les lignes qui suivent l'ensemble législatif existant⁵²³. Dans ce cadre, nous nous référerons à l'occasion à certaines considérations historiques puisque la compréhension de l'origine et des motivations ayant mené à l'adoption de cet encadrement législatif explique possiblement la culture de passivité que l'on a longtemps pu observer et que l'on constate encore chez certains investisseurs institutionnels⁵²⁴.

1.2.2.1. Les règles relatives à la propriété

Tel que nous l'avons vu plus tôt, les probabilités qu'un investisseur institutionnel intervienne pour améliorer la gouvernance d'une société dont il

⁵²⁰ S.M. BAINBRIDGE, préc., note 5, p. 2.

⁵²¹ S.M. BAINBRIDGE, préc., note 5, p. 2-3.

⁵²² Tel que nous l'avons mentionné précédemment les coûts relatifs à l'organisation et à la mise en œuvre des mesures de surveillance et de discipline des dirigeants en place constitue une considération importante dans le choix des actionnaires institutionnels d'intervenir afin d'améliorer la gouvernance des sociétés. Or, les coûts encourus découlent notamment du cadre législatif existant.

⁵²³ J.G. MacINTOSH, préc., note 7, 168; S. DAVIS, J. LUKOMNIK, D. PITT-WATSON, préc., note 481, 13.

⁵²⁴ Dans ce contexte, il est à prévoir que l'on ne pourra observer l'impact des modifications visant à faciliter l'intervention des investisseurs institutionnels, qu'à partir du moment où ces derniers auront intégré ces modifications à leur culture d'entreprise. J.G. MacINTOSH, préc., note 7, 167.

possède les titres⁵²⁵ ainsi que la part du bien public qu'il peut s'attendre à obtenir à la suite d'une intervention bénéfique sont toutes deux proportionnelles à la participation de ce dernier dans le capital-actions de la société. En ce sens, plusieurs auteurs ont affirmé au fil des ans que certaines règles, historiquement adoptées dans une optique autre que celle d'encadrer l'activisme actionnarial, affectaient les possibilités de voir un plus grand interventionnisme puisque cela limitait la possibilité que les investisseurs institutionnels acquièrent une participation plus importante au sein des sociétés ouvertes. Or, est-ce toujours le cas? Afin, de répondre à cette question, une rapide présentation des règles actuelle est nécessaire.

De manière générale, la législation provinciale sur les valeurs mobilières prévoit un régime de divulgation qui oblige les investisseurs à communiquer un certain nombre de renseignements au marché, notamment en ce qui concerne leurs participations dans les titres des émetteurs, par le biais des déclarations d'initiés et du système d'alerte. Cette divulgation d'information poursuit essentiellement deux objectifs⁵²⁶. Tout d'abord, elle a pour objectif de faciliter la détection des offres publiques progressives (*creeping takeovers*) en avisant les marchés, ainsi que la société elle-même, qu'un investisseur a fait l'acquisition d'un nombre important des titres⁵²⁷. Ensuite, il permet d'aviser les investisseurs de toutes les opérations qui ont ou risquent d'avoir une influence sur le contrôle de l'émetteur. En effet, un changement affectant les personnes qui contrôlent ou influencent une société est une information hautement pertinente pour le marché puisque ces personnes ont

⁵²⁵ Notamment, tel que nous l'avons évoqué plus tôt, une participation plus importante hausse les coûts de sortie puisque la vente d'un important bloc d'actions a inévitablement pour effet d'abaisser le cours des titres et ainsi de rendre plus attrayante l'idée d'une intervention pour l'actionnaire institutionnel. M. PATRY et M. POITEVIN, préc., note 448, à la page 428.

⁵²⁶ Christopher C. NICHOLLS et Jeffrey G. MACINTOSH, *Securities Law*, Toronto, Irwin, 2002, p. 327-328; Simon A. ROMANO, "The Early Warning System – Some Thoughts", (1995) 18 O.S.C.B. 890.

⁵²⁷ David JOHNSTON et Kathleen DOYLE ROCKWELL, *Canadian Securities Regulation*, 3^e éd., Markham, Lexis Nexis, 2003, p. 205.

notamment le pouvoir d'influencer la composition du conseil d'administration ainsi que les décisions d'affaires et les perspectives d'avenir de la société.

Spécifiquement, le régime des déclarations d'initiés encadre les personnes ayant le statut d'initié relativement à un émetteur assujéti afin de diminuer les probabilités que ces dernières, qui détiennent souvent davantage d'information sur la société ainsi que sur ses perspectives d'avenir, en tirent profit⁵²⁸. Ce faisant, on souhaite accroître la confiance des investisseurs envers le marché en tentant de leur donner un accès égal à l'information afin d'éviter qu'ils ne soient désavantagés lorsqu'ils transigent sur les marchés⁵²⁹.

La réglementation prévoit notamment que toute personne qui acquiert le statut d'initié⁵³⁰ doit produire une déclaration initiale faisant état de son emprise directe ou indirecte sur les titres d'un émetteur assujéti⁵³¹. Cette personne doit par la suite produire une déclaration de modification de son

⁵²⁸ Le *Rapport Kimber* énonçait en ces termes les deux principaux objectifs du régime de déclaration d'initiés : « The insider who knows that his trading will become public knowledge will be less likely to engage in improper trading. Such disclosure will also lead to greater investor confidence in the securities market. » *Report of the Attorney General's Committee on Securities Legislation in Ontario*, Toronto, Queen's Printer, 1965, par. 2.04 (le rapport Kimber). Voir aussi *Re Hinke* (2006) 29 O.S.C.B. 4171. Ce genre de disposition permet, dans un contexte où l'actionnariat est concentré, de diminuer les bénéfices privés que peuvent retirer les actionnaires les plus importants de la société.

⁵²⁹ Pour connaître les limites de cet objectif, voir Mark R. GILLEN, *Securities Regulation in Canada*, 3^e éd., Toronto, Carswell, 2007, p. 361.

⁵³⁰ La notion d'initié est définie à l'article 89 L.v.m.Q. ainsi qu'à l'article 1.1(1) du *Règlement 55-104 sur les exigences et dispenses de déclaration d'initié*, en ligne : Autorité des marchés financiers <<http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/reglementation/valeurs-mobilieres/historique/55-104/2010-04-30/100430-55-104fr-vadmin.pdf>>. La nouvelle définition d'initié proposée par le Règlement 55-104 simplifie les déclarations d'initiés dans les cas où un émetteur assujéti possède un nombre élevé de dirigeants puisqu'elle limite les obligations de déclaration aux dirigeants qui sont chefs de la direction, chefs des finances, chefs d'exploitation ainsi qu'à ceux qui ont accès à de l'information importante et inconnue du public au sujet de l'émetteur assujéti et qui exercent un pouvoir ou une influence significative sur ses activités.

⁵³¹ Art. 96 L.v.m.q., art. 3.2 du *Règlement 55-104 sur les exigences et dispenses de déclaration d'initié*, préc., note 530. Cette déclaration initiale doit être déposée dans un délai de dix jours à compter de la date à laquelle un initié devient assujéti. Soulignons par ailleurs que les investisseurs institutionnels admissibles sont dispensés de l'application des nouvelles règles de déclaration s'ils ont présenté une information similaire dans une déclaration présentée en conformité avec Règlement 62-103 sur le système d'alerte.

emprise dans les cinq jours suivant tout changement⁵³². Les personnes qui sont considérées comme étant des initiés d'un émetteur et qui conséquemment sont soumises à cette obligation de divulgation sont notamment : le chef de la direction, le chef des finances et le chef de l'exploitation d'un émetteur, les administrateurs, les personnes qui reçoivent dans le cours de leurs activités des informations importantes sur les activités de l'émetteur et qui exercent une influence sur celui-ci ainsi que les actionnaires importants de l'émetteur assujetti (c'est-à-dire toute personne qui exerce une emprise sur plus de 10 % des droits de vote rattachés à l'ensemble des titres avec droit de vote de l'émetteur)⁵³³. Dans ce dernier cas, lorsqu'il s'agit d'une personne morale, les dirigeants de celle-ci sont également sujets à l'obligation de divulgation.

L'article 90 de la *Loi sur les valeurs mobilières* précise qu'une personne exerce une emprise sur des titres si elle en est propriétaire ou les contrôle. L'article 91 ajoute que toute personne pouvant exercer à son gré le droit de vote afférent à des titres ne lui appartenant pas est réputée exercer une emprise sur ceux-ci⁵³⁴. En ce sens, l'article 4.2.8(3) de l'Avis 55-316 du personnel des ACVM, *Questions et réponses concernant les déclarations d'initiés et le système électronique de déclaration des initiés*, définit la notion d'emprise (contrôle sur les titres) comme la détention ou le partage des prérogatives du droit de vote ou du pouvoir de prendre des décisions d'investissement, que ce soit directement ou indirectement, en vertu d'un contrat, d'un arrangement, d'une entente, d'une relation ou autrement⁵³⁵.

⁵³² Art. 97 L.v.m.q., *Règlement 55-104 sur les exigences et dispenses de déclaration d'initié*, préc., note 530, art. 3.3. R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 6, 944.

⁵³³ Art. 89 L.v.m.q.

⁵³⁴ Voir aussi *In Re Eugene Melnyk*, 18 mai 2007, en ligne : Ontario Securities Commission <http://www.osc.gov.on.ca/Enforcement/Proceedings/ENR/enr_20070606_melnyk.jsp>.

⁵³⁵ Avis 55-316 du personnel des Autorités en valeurs mobilières du Canada, *Questions et réponses concernant les déclarations d'initiés et le système électronique de déclaration des initiés*, art. 4.2.8(3), en ligne : <<http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/valeurs-mobilieres/0-avis-acvm-staff/2010/2010juin11-55-316-acvm-fr.pdf>>. De même, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario a établi que pour exercer un contrôle sur

Par conséquent, pour déterminer l'applicabilité de l'obligation de déclaration, il est nécessaire de considérer tous les titres en lien avec lesquels l'investisseur peut exercer le droit de vote, et ce, peu importe la source de son pouvoir à cet égard. Cela signifie que l'investisseur qui dépasse le seuil de 10 % par le biais d'un emprunt d'actions votantes ou en ayant recours aux produits dérivés doit déposer une déclaration d'initiés dans la mesure où ces techniques lui permettent d'exercer une emprise sur ces titres, c'est-à-dire d'exercer le droit de vote⁵³⁶. Il en est de même lorsque ces techniques amènent l'investisseur à accroître son emprise sur des titres comportant un droit de vote. Cette interprétation semble confirmée par l'article 92 de la Loi qui indique qu'un initié, qui acquiert ou aliène un instrument financier dérivé sur les titres d'un émetteur assujetti, est réputé modifier son emprise sur ces titres.

Le régime d'alerte oblige, pour sa part, les porteurs qui atteignent un niveau déterminé de participation dans un émetteur assujetti à divulguer le nombre de titres qu'ils détiennent⁵³⁷. Spécifiquement, la réglementation applicable

des titres qui ne sont pas sa propriété, une personne doit avoir la possibilité d'exercer les attributs que concède la propriété de titre, c'est-à-dire le pouvoir de voter les titres et le pouvoir d'acquérir ou de disposer de ces titres : « Although the Act does not define « control or direction » over securities, the Commission has held that in order to exercise control or direction over shares of a company not owned by the offeror, the offeror must have the ability to exercise the attributes of ownership – voting power and investment power, including the power to acquire or dispose of the shares. » *Re Robinson*, (1996), 19 O.S.C.B. 2643, 2675. Citation tirée de la décision *Re Sears Canada inc.*, (2006) 29 O.S.C.B. No. 35, 7062.

⁵³⁶ Cette interprétation est d'ailleurs confirmée par l'article 4.1 du nouveau Règlement 55-104 sur les exigences et dispenses de déclaration d'initiés, préc., note 530, art. 4.1. Voir *In Re Sears Canada inc.*, (2006) 29 O.S.C.B. No. 35, 7062. Le Five-Year Review Committee fait toutefois état d'inquiétudes à cet égard, p. 148 (Interim). Si le Formulaire 55-102F2 destiné à SEDI prévoit la divulgation des droits de vote obtenus par le biais des produits dérivés, nous devons déplorer le fait que le formulaire papier 55-102F6 relatif aux déclarations d'initiés ne les mentionne pas. Voir en ce sens le Purdy CRAWFORD (dir.), *Five-Year Review Committee – Draft Report*, mai 2002, p. 148, en ligne : Ontario Securities Commission <http://www.osc.gov.on.ca/Regulation/FiveYearReview/fyr_20020529_5yr-draft-report.pdf>

⁵³⁷ Soulignons toutefois que cette obligation ne s'applique pas à la propriété ou au contrôle exercé sur des titres par un organisme de placement collectif auquel s'applique le Règlement 81-102. Voir l'article 3.3 du *Règlement 62-103 sur le système d'alerte et questions connexes touchant les offres publiques et les déclarations d'initiés*, en ligne :

nous indique que le régime d'alerte se déclenche dès qu'une personne acquiert au moins 10 % de la propriété véritable d'une catégorie de titres avec droit de vote en circulation d'un émetteur assujéti ou de titres de participation de ce dernier ou dès qu'une personne peut exercer une emprise égale ou supérieure à 10 % sur ces titres⁵³⁸.

Lorsque ce seuil est franchi, le porteur doit aussitôt émettre un communiqué de presse⁵³⁹. De plus, dans les deux jours ouvrables suivant l'acquisition, le porteur doit transmettre le communiqué de presse à l'Autorité des marchés financiers avec une déclaration qui fera notamment état de l'objectif qu'il poursuit en effectuant cette opération⁵⁴⁰. Par la suite, l'acquéreur soumis à ce régime a l'obligation de divulguer de la même manière toute augmentation de sa participation ou de son emprise sur une tranche additionnelle d'au moins 2 % des titres de la catégorie ayant fait l'objet de la première déclaration⁵⁴¹. Cette obligation s'impose même si l'augmentation de la participation ou de l'emprise sur les titres de l'émetteur est effectuée par une tierce personne lorsque cette dernière agit de concert avec l'acquéreur⁵⁴². En outre, dans tous les cas, l'acquéreur ainsi que les

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

⁵³⁸ Art. 5.2 du *Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat*, en ligne : <<http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/valeurs-mobilieres/62-104/2011-01-01/2011jan01-62-104-vadmin-fr.pdf>>. Pour apprécier la participation dans les titres, il faut tenir compte de tout titre d'une catégorie permettant d'acquérir, même au-delà de 60 jours, des titres de la catégorie en cause (art. 1.8 du *Règlement 62-104*). En outre, le régime d'alerte s'applique aussi aux titres de participation qui ne comportent pas de droit de vote. Les principales dispenses du régime d'alerte sont prévues par le *Règlement 62-103 sur le système d'alerte et questions connexes touchant les offres publiques et les déclarations d'initiés*, préc., note 537.

⁵³⁹ Le communiqué de presse exigé par les règles applicables au système d'alerte doit contenir les informations prévues à l'Annexe E du *Règlement 62-103 sur le système d'alerte et questions connexes touchant les offres publiques et les déclarations d'initiés*, préc., note 537.

⁵⁴⁰ Art. 5.2 du *Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat*, préc., note 538 ainsi que l'art. 3.1 et l'annexe E du *Règlement 62-103 sur le système d'alerte et questions connexes touchant les offres publiques et les déclarations d'initiés*, préc., note 537.

⁵⁴¹ *Id.*, art. 5.2(2).

⁵⁴² Pour une définition de ce qui constitue une action de concert, voir l'art. 1.9 du *Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat*, préc., note 538.

personnes agissant de concert avec lui ne peuvent acquérir ou offrir d'acquérir de titres augmentant leur participation dans la catégorie visée entre la date de l'acquisition et la fin du jour ouvrable suivant la date du dépôt de la déclaration⁵⁴³.

Par ailleurs, pendant la durée d'une offre publique d'achat ou de rachat sur les titres d'un émetteur assujetti, le régime d'alerte voit son champ d'application s'élargir. En effet, la personne, autre que l'initiateur de l'offre, qui acquiert la propriété véritable ou une emprise sur au moins 5 % des titres d'un émetteur assujetti de la catégorie visée par l'offre publique a l'obligation de déposer un communiqué faisant état de ce fait⁵⁴⁴. Par la suite, l'acquéreur soumis au régime a également l'obligation de divulguer toute acquisition additionnelle de titres équivalents à au moins 2 % des titres en circulation de la catégorie visée par le premier communiqué⁵⁴⁵.

Or, malgré l'importance du régime de divulgation, la réglementation fait état de différents types de dispenses, dont le régime de déclaration mensuelle prévu par le Règlement 62-103 qui prévoit qu'un investisseur institutionnel admissible⁵⁴⁶ peut opter pour le régime de déclarations mensuelles et ainsi être exempté des règles du système d'alerte et des déclarations d'initiés afin notamment de bénéficier d'un délai plus long que celui qui est prévu dans le

⁵⁴³ *Id.*, art. 5.2(3).

⁵⁴⁴ *Id.*, art. 5.3(1).

⁵⁴⁵ *Id.*, art. 5.3(2).

⁵⁴⁶ Selon le Règlement 62-103, un « investisseur institutionnel admissible » est une institution financière, une caisse de retraite, un organisme de placement collectif qui n'est pas un émetteur assujetti, un gestionnaire de portefeuille par rapport aux titres sur lesquels il détient un pouvoir discrétionnaire ou une entité visée en (D) ou (F) de la Rule 13d-1(b)(1)(ii) établie en vertu de la Loi de 1934⁵⁴⁶. Par ailleurs, le régime de déclaration mensuelle n'est ouvert qu'aux investisseurs « passifs ». Sont donc exclus les investisseurs ayant l'intention de faire une offre formelle sur les titres de l'émetteur ou de proposer une restructuration de capital, une fusion, un arrangement ou une opération de regroupement similaire avec un émetteur assujetti dont la réalisation devrait normalement avoir pour conséquence que l'investisseur institutionnel admissible, seul ou avec ses alliés, posséderait le contrôle effectif de l'émetteur assujetti⁵⁴⁶. Cette exclusion est relativement restreinte puisqu'elle ne vise que les initiateurs d'une OPA ou d'une autre opération visant à prendre le contrôle de la société et laisse ainsi davantage de liberté en matière de divulgation aux investisseurs institutionnels se qualifiant.

régime général ayant trait aux déclarations d'initiés et de profiter d'obligations de déclaration moins exigeantes subséquentement⁵⁴⁷.

Si nous devons convenir que la représentativité du prix des actions en circulation constitue un élément important qui participe au bon fonctionnement des marchés de valeurs, que la divulgation de l'information ayant trait à la propriété des acteurs importants d'une société contribue à plus grande efficacité des marchés et que le droit de connaître qui sont les principaux détenteurs d'actions au sein d'une société ainsi que les transactions qu'ils effectuent constitue un des droits fondamentaux des actionnaires des sociétés⁵⁴⁸, il demeure que l'application de ces règles a néanmoins certains impacts sur les choix qu'effectuent les investisseurs institutionnels.

En effet, une des conséquences de la divulgation de la nature et de l'importance des placements effectués au sein d'une société est la perte d'anonymat que plusieurs investisseurs institutionnels souhaitent préserver⁵⁴⁹. À titre d'illustration de ceci, nous n'avons qu'à penser à l'obligation d'émettre un communiqué de presse lorsque s'enclenche le système d'alerte qui contient notamment de l'information en ce qui a trait aux

⁵⁴⁷ Notamment, cette dispense permet à l'investisseur admissible de déclarer dans un délai de 10 jours à compter de la fin du mois une participation dans une catégorie de titres comportant un droit de vote ou de titres de participation qui a atteint 10 % ou plus et toute augmentation subséquente par tranche de 2,5 % (art. 4.5). De ce fait, le délai accordé aux investisseurs institutionnels admissibles est plus long que celui du régime de déclarations d'initiés. De plus, seules les augmentations subséquentes de 2,5 % doivent être divulguées, ce qui est nettement moins exigeant que le régime de déclarations des initiés. *Règlement 62-103 sur le système d'alerte et questions connexes touchant les offres publiques et les déclarations d'initiés*, art. 4.1 et 9.1, préc., note 537.

⁵⁴⁸ OECD Principles of Corporate Governance – 2004.

⁵⁴⁹ R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 6, 947-948. En effet, tel que le soulignait le professeur Roe : « Where it only a piece of paper that had to be filed, the requirement would be only a limited deterrent. But filings often require information that the institution would prefer to keep confidential, sometimes require a statement of intention when the plans are vague (the institution wants to talk with other institutions to form a plan of action), and have been the basis for nasty litigation in the takeover wars, as target-firm managers seek to wear down the morale of those who would assert control. » Mark J. ROE, "Legal Restraints on Ownership and Control of Public Companies", (1990) 27 *J. Fin. Econ.* 7, 16-17.

objectifs poursuivis par la réalisation de la transaction. Or, malgré que la divulgation de ce type d'information rende plus transparentes les activités menées par les actionnaires importants de la société, et limite les coûts d'agence qu'ils peuvent causer, cette obligation est également susceptible de pousser l'investisseur institutionnel assujéti à cette obligation à prendre position alors que les objectifs poursuivis ne sont pas nécessairement déterminés au moment où la transaction est effectuée, avec pour conséquence de modifier la balance des pouvoirs en présence, entre l'investisseur, les autres actionnaires ainsi que les dirigeants de la société⁵⁵⁰.

Par ailleurs, si on ne peut considérer que ces obligations de divulgation sont très onéreuses pour la plupart des investisseurs institutionnels, particulièrement s'ils bénéficient du mécanisme de la déclaration mensuelle, on doit toutefois admettre que ces obligations sont susceptibles d'alourdir les opérations des investisseurs institutionnels qui gèrent d'importants portefeuilles d'actions et qui doivent remplir de nombreuses déclarations relatives à l'étendue de leur intérêt dans les titres des sociétés qui se retrouvent dans leurs portefeuilles⁵⁵¹.

Enfin, lorsque les investisseurs institutionnels acquièrent le statut d'initiés, ces derniers possèdent un intérêt moindre à acquérir de l'information ou à s'informer des activités de la société dans laquelle ils détiennent leur participation puisque l'acquisition d'une information privilégiée entraînera une interdiction d'agir sur cette information et conséquemment une diminution de liquidité ou encore une poursuite pour délit d'initié⁵⁵². En effet, la législation applicable au Québec interdit à toute personne de transiger sur les titres d'une société dès qu'elle détient de l'information qui est de nature à

⁵⁵⁰ Règlement 62-103 *sur le système d'alerte et questions connexes touchant les offres publiques et les déclarations d'initiés*, annexe E, article 1(f), préc., note 537.

⁵⁵¹ R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 6, 947-948.

⁵⁵² J.G. MacINTOSH, préc., note 6, 397.

influencer la décision d'un investisseur raisonnable sans qu'il soit nécessaire d'établir l'existence d'une relation particulière.

Malgré cela, nous croyons que le fait que le seuil donnant ouverture aux différentes règles de divulgation soit fixé à 10 % et qu'une partie importante des investisseurs institutionnels puissent bénéficier du mécanisme de la déclaration mensuelle⁵⁵³ permet désormais à une plus large portion d'investisseurs institutionnels de contribuer à l'amélioration des sociétés canadiennes puisque l'acquisition d'une participation significative des titres d'une société, lorsque les règles régissant le fonds institutionnel le permettent, participe à réduire le problème d'action collective. De fait, si la présence des règles en matière de divulgation de l'information a pu à une certaine époque limiter les interventions des intermédiaires de marché, il nous semble que la valeur explicative de cette entrave est actuellement d'importance moindre.

1.2.2.2. Les règles concernant l'exercice du droit de vote des actionnaires

Tel que nous l'avons vu plus tôt, le droit de vote constitue un des attributs essentiels de l'action puisqu'il permet à l'investisseur de participer aux décisions collectives qui influencent la gouvernance des sociétés. Malgré l'importance de ce droit et de la place que l'on accorde généralement aux actionnaires dans la législation encadrant le fonctionnement des sociétés, il semble néanmoins que diverses entraves viennent restreindre l'exercice de ce dernier, notamment quant à leur possibilité de participer de manière significative au processus électoral.

⁵⁵³ En effet, la règle applicable à la plupart des provinces canadiennes exclut moins de situations que la règle 13(d) de l'Exchange Act états-unienne, bien que cette dernière vise également les situations liées à la prise de contrôle de la société et non les simples cas où un actionnaire institutionnel exerce une influence et réussit à modifier les règles de gouvernance d'une société visée. Paul ROSE, "Common Agency and the Public Corporation", (2010) 63 *Vanderbilt L.Rev.* 1355, p. 52 de la version en ligne, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=1470086>>.

Or, la simplicité et l'efficacité des règles relatives à l'exercice du droit de vote sont particulièrement importantes lorsque l'actionnariat est concentré afin de maximiser les chances que les actionnaires minoritaires puissent se faire entendre.

1.2.2.2.1. L'application de délais incohérents et courts pour l'envoi des documents

La difficulté à identifier les actionnaires d'une société constitue un obstacle à l'activisme des actionnaires puisqu'elle accroît les coûts des interventions envisagées. Ceci découle du fait qu'au Canada, comme ailleurs dans le monde, les actionnaires inscrits aux registres des sociétés ne sont pas les véritables propriétaires des actions. En effet, pour des motifs d'efficience du marché⁵⁵⁴, les titres détenus auprès des différentes institutions financières ne sont généralement pas inscrits au nom du propriétaire véritable⁵⁵⁵, mais plutôt au nom d'un dépositaire qui détient les titres pour le compte d'un intermédiaire de marché (par exemple, un courtier ou une banque)⁵⁵⁶. De ce fait, les sociétés émettrices des titres ne connaissent généralement pas l'identité du propriétaire véritable des titres et conséquemment, ce sont les courtiers ou les sociétés détenant les titres pour le compte des intermédiaires financiers qui reçoivent les documents que le droit des

⁵⁵⁴ Avec la technologie moderne, la majorité des actionnaires ne reçoivent pas de certificats d'actions puisque l'enregistrement du transfert de propriété s'effectue par le biais de systèmes informatisés plutôt qu'au moyen de modifications dans le registre des actionnaires d'une société, ce qui est évidemment plus rapide. Instruction générale relative au *Règlement 54-101 sur la communication avec les propriétaires véritables des titres d'un émetteur assujéti*, art. 1.1(1), en ligne : Autorité des marchés financiers <<http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/valeurs-mobilieres/54-101/2005-06-30/2005juin30-54-101-ig-vadmin-fr.pdf>>.

⁵⁵⁵ Les actionnaires véritables sont des personnes qui ont acheté des actions et qui ont droit à des dividendes et à des gains en capital, mais qui ne sont pas nécessairement inscrites dans les registres de la société aux fins du vote aux assemblées annuelles. Habituellement, c'est un dépositaire, un courtier ou un autre intermédiaire qui est le porteur inscrit.

⁵⁵⁶ Soulignons qu'il peut y avoir plusieurs paliers d'intermédiaires entre le porteur inscrit d'un titre et son propriétaire véritable.

sociétés ainsi que la législation en matière de valeurs mobilières obligent les sociétés à transmettre aux porteurs de titres inscrits dans leur registre.

Dans ce contexte, la personne au nom de qui sont inscrites les actions a l'obligation de faire parvenir aux actionnaires véritables l'ensemble de la documentation reçue (notamment le formulaire ainsi que la circulaire de procuration) et doit obtenir des instructions du véritable propriétaire des titres quant à la façon d'exercer ce droit de vote (art. 147 et 153(2) et (4) L.c.s.a. et 164 L.v.m.) puisque l'intermédiaire qui détient les titres au nom de l'actionnaire véritable ne peut exercer le droit de vote rattaché aux titres détenus. Afin de remplir cette obligation de communication des documents, les actionnaires inscrits et les différents intermédiaires doivent se conformer à la procédure de communication prévue dans le Règlement 54-101⁵⁵⁷.

Pour remplir ses obligations de communication, une société doit ainsi envoyer aux dépositaires de ses titres un avis de la date d'assemblée et de la date de clôture des registres déterminant les actionnaires visés par l'avis de convocation à une assemblée au moins 25 jours avant la date de clôture des registres. De même, la société doit également effectuer une demande visant la transmission d'un rapport précisant le nombre de titres que le dépositaire détient ou qui sont détenus par le biais d'une tierce personne⁵⁵⁸. Dès la réception de ce rapport⁵⁵⁹, la société doit faire parvenir aux premiers intermédiaires une demande de renseignements ayant trait à la propriété

⁵⁵⁷ *Règlement 54-101 sur la communication avec les propriétaires véritables des titres d'un émetteur assujéti*, préc., note 554. Soulignons toutefois que des modifications au Règlement 54-101 ont été proposées.

⁵⁵⁸ *Id.*, art. 2.2 et 2.3. L'émetteur pourra également demander au dépositaire qu'il lui transmette la liste de tous les intermédiaires qui sont inscrits sur sa liste principale d'intermédiaires. Soulignons toutefois que l'émetteur ne pourra effectuer cette demande si ces informations figurent dans un fichier électronique.

⁵⁵⁹ *Id.*, art. 5.3.

véritable des titres au moins 20 jours avant la date de clôture des registres pour l'avis de convocation à l'assemblée des actionnaires⁵⁶⁰.

Le Règlement 54-101 prévoit par ailleurs que la société qui doit faire parvenir des documents aux propriétaires véritables de ses titres peut le faire soit directement, dans le cas de propriétaires véritables non opposés⁵⁶¹, ou indirectement en envoyant aux premiers intermédiaires ayant répondu à la demande de renseignement sur les propriétaires véritables le nombre de jeux de documents nécessaires⁵⁶². Les propriétaires véritables non opposés doivent par la suite envoyer leurs instructions concernant l'exercice de leur droit de vote directement à la société qui compile les instructions reçues et confie l'exécution de ces instructions à un membre de sa direction. Pour leur part, les demandes envoyées indirectement doivent être retournées par les propriétaires véritables des titres aux intermédiaires ayant requis leurs instructions quant à l'exercice de leur droit de vote. Dans ce cadre, ces derniers peuvent exécuter les instructions de vote pour les propriétaires véritables⁵⁶³.

Le temps que requiert la transmission des documents, d'abord aux actionnaires inscrits puis aux véritables actionnaires, et cela, malgré le respect des délais prescrits, signifie fréquemment que les actionnaires véritables ne bénéficient que de peu de temps pour examiner les

⁵⁶⁰ Le Règlement 54-101 permet par ailleurs à une société de communiquer directement avec les propriétaires véritables si ces derniers ne s'opposent pas à ce que leur nom, leurs adresses et leurs titres soient divulgués par l'intermédiaire détenant les titres en leur nom. *Id.*, art. 2.5.

⁵⁶¹ Dans ce dernier cas, la société devra le faire au moins 21 jours avant la date fixée pour l'assemblée et en assumer les frais. *Id.*, art. 2.9.

⁵⁶² *Id.*, articles 2.7, 2.8 et 2.12.

⁵⁶³ Afin d'être à même de faire parvenir les documents à ses actionnaires dans les délais prévus aux articles 2.9 et 2.12, les sociétés doivent entreprendre les procédures d'avis et de recherche suffisamment à l'avance, en prenant en considération le délai de réponse accordé aux intermédiaires à l'article 4.1 et aux dépositaires à l'article 5.3. Article 3.1(1) de l'*Instruction générale relative au Règlement 54-101 sur la communication avec les propriétaires véritables des titres d'un émetteur assujetti*, en ligne : <<http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/reglementation/valeurs-mobilieres/Normes/54-101IGfr.pdf>> (ci-après l'« Instruction générale 54-101 »). L'article 2.20 permet toutefois d'abrégé ces délais sous certaines conditions.

documents, les analyser ou rechercher un supplément d'information et ultimement pour prendre une décision éclairée en ce qui a trait à l'exercice du droit de vote. En effet, même si la législation canadienne encadrant les sociétés par actions indique que le matériel de procuration doit être envoyé aux actionnaires entre le 21^e jours et le 60^e jours avant l'assemblée, dans les faits les véritables détenteurs des titres ne reçoivent souvent ces documents que quelques jours (certaines études canadiennes font état de moins de deux semaines⁵⁶⁴) avant l'assemblée, laissant peu de temps aux investisseurs pour exercer un choix éclairé⁵⁶⁵.

Néanmoins, soulignons que ces documents sont pour la plupart rendus disponibles par le biais du *Système électronique de données, d'analyse et de recherche* (ci-après « SEDAR ») qui facilite l'accès à l'information pour les investisseurs⁵⁶⁶. En effet, depuis l'entrée en fonction du SEDAR, les différentes sociétés ont l'obligation de déposer la plupart de leurs documents d'information en format électronique. De ce fait, avec un peu de vigilance, les investisseurs institutionnels peuvent avoir accès à ces documents dès qu'ils sont déposés sans devoir attendre qu'une version papier se rende jusqu'à eux, évitant ainsi les délais pouvant limiter leurs actions.

1.2.2.2.2. Les limites relatives aux questions touchant l'élection, le remplacement des administrateurs et la nomination de l'auditeur

Tel que nous l'avons vu plus tôt, les administrateurs, tout comme les actionnaires, se sont vu attribuer un rôle crucial dans la gouvernance des

⁵⁶⁴ G. YARON, préc., note 460, p. 36.

⁵⁶⁵ C. HANSELL, M. CONNELLY, M. DISNEY et al., préc., note 400, p. 16. Cette situation explique peut-être en partie le fait que les fonds institutionnels ont tendance à faire appel à un service de conseil en matière d'exercice du droit de vote par procuration.

⁵⁶⁶ *Règlement 13-101 sur le système électronique de données, d'analyse et de recherche (SEDAR)*, en ligne : Autorité des marchés financiers <<http://www.lautorite.qc.ca/files//pdf/reglementation/valeurs-mobilieres/13-101/2011-01-01/2011jan01-13-101-vadmin-fr.pdf>>.

sociétés ouvertes. Or, la force de contrition et de surveillance qui sera exercée par les administrateurs sur les dirigeants est contingente de l'influence que les actionnaires peuvent exercer sur eux. Sans cette obligation de rendre compte de leur supervision aux actionnaires afin de permettre à ces derniers d'effectuer une surveillance adéquate du travail effectué et sans une possibilité réelle pour les actionnaires de sanctionner les administrateurs dans l'éventualité où ils adoptent un comportement opportuniste ou s'ils n'exercent pas une surveillance adéquate des dirigeants, la possibilité que les intérêts des administrateurs divergent des intérêts des actionnaires pour se rallier à ceux des dirigeants en place est grande⁵⁶⁷. Malgré l'importance de cette interaction entre les actionnaires et les administrateurs pour assurer le bon fonctionnement de ce mécanisme de gouvernance, différentes contraintes viennent compliquer et restreindre le contrôle que peuvent exercer les actionnaires, notamment en ce qui a trait à l'élection et à la destitution des membres du conseil d'administration.

Le fait que ce soient les administrateurs en place qui proposent les candidats⁵⁶⁸ qui sont présentés aux actionnaires pour approbation lors de l'assemblée annuelle limite le droit des actionnaires de choisir leurs

⁵⁶⁷ Canadian Coalition for Good Governance, *Brief to Standing Committee on Industry, Science and Technology Re: Five Year Review of CBCA*, février 2010, p. 2, en ligne : CCGG <http://www.ccg.ca/site/ccgg/assets/pdf/Brief_to_Standing_Committee.pdf>. Dans l'éventualité où la structure de l'actionnariat est concentrée entre les mains d'un actionnaire ou de quelques actionnaires de contrôle, la possibilité que les administrateurs se rallient aux intérêts de ces derniers sont importantes. En effet, le fait que les droits de vote soient concentrés entre les mains d'un ou de quelque actionnaire accroît leur capacité à influencer le pouvoir décisionnel puisque cela leur permet de nommer la majorité des administrateurs, de dominer les assemblées d'actionnaires et ainsi d'exercer une forte influence sur l'ensemble des décisions prises au sein de la société.

⁵⁶⁸ Ces candidats doivent être des particuliers de dix-huit ans et plus, être sains d'esprit et ne pas avoir le statut de failli. Ces derniers n'ont pas à être actionnaires de la société pour occuper ce rôle. Art. 105(1) L.c.s.a. et 108 L.s.a.Q. Par ailleurs, lors de l'évaluation d'un candidat, le conseil d'administration ou le comité chargé de la sélection des candidats devrait considérer les compétences de chacun des membres du conseil d'administration en place et examiner en quoi ce nouveau membre pourrait compléter ou contribuer de par son expertise spécifique au bon fonctionnement du conseil d'administration dans l'exécution de son mandat (enjeux particuliers auxquels il doit faire face). On devrait également porter une attention particulière à l'indépendance du candidat (voir les critères établis à l'article 1.4 du Règlement 52-110 sur le comité d'audit.

représentants⁵⁶⁹. En effet, il est possible pour les sociétés canadiennes de proposer une liste de candidats lors de l'assemblée annuelle et de demander aux actionnaires de la société de voter ou de s'abstenir de voter pour l'ensemble des candidats (« slate voting » ou « scrutin de liste »)⁵⁷⁰. Or, lorsque le nombre de candidats soumis est égal au nombre de postes à combler au sein du conseil d'administration, chaque candidat a pratiquement la certitude d'être élu si le quorum est rencontré lors de l'assemblée d'actionnaires même si c'est par l'entrée de son propre vote⁵⁷¹.

Le fait que l'élection des administrateurs s'effectue par voie de résolution ordinaire, c'est-à-dire à la majorité des voix exprimées⁵⁷², a également une incidence sur la liberté des actionnaires de choisir les administrateurs qui veilleront sur leurs intérêts puisque cela facilite l'élection des candidats

⁵⁶⁹ Tel que Cheffins l'indique : « In a formal sense a company's shareholders elect the directors but as a practical matter the members usually simply ratify a list of recommended candidates. » B.R. CHEFFINS, préc., note 20, p. 609. Soulignons toutefois le fait que ce risque de conflit d'intérêt découlant de la sélection des candidats pour combler les sièges vacants au conseil d'administration est diminué par la présence d'un comité d'embauche composé d'administrateurs indépendants. (On diminue ainsi le risque que les dirigeants influent sur le choix des personnes qui seront amenées à surveiller leur gestion de la société.)

⁵⁷⁰ Des recherches effectuées au Clarkson Center for Board Effectiveness démontrent toutefois que cette façon de faire est en perte de vitesse depuis 2004. Actuellement, seulement 14 % des sociétés du S&P/TSX ont recours au *slate voting* lors de l'élection des administrateurs de la société. "Trend Watch: How are Directors Elected?", en ligne : Clarkson Center for Board Effectiveness <<http://clarksoncentre.wordpress.com/2010/10/>> Malgré cela, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario a identifié le *slate voting* comme étant un des trois thèmes requérant davantage d'attention et nécessitant possiblement une intervention réglementaire. *OSC Staff Notice 54-701 – Regulatory Developments Regarding Shareholder Democracy Issue*, en ligne : OSC <http://www.osc.gov.on.ca/en/SecuritiesLaw_rule_20110110_54-701_reg-proposal.htm>

⁵⁷¹ Par ailleurs, l'impuissance des actionnaires face au choix des administrateurs et de l'auditeur s'observe également par le fait que les actionnaires ne peuvent généralement pas manifester leurs préférences puisque les élections sont dans la plupart des cas non contestées. W.K. SJOSTROM et Y.S. KIM, préc., note 296, 461-462; Jie CAI, Jacqueline L. GARNER et Ralph A. WALKLING, "Electing Directors", (2009) 64-5 *Journal of Finance* 2389, p. 2 de la version en ligne, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=1101924>>.

⁵⁷² Art. 106(3) L.c.s.a. Le nouvel article 110 de la *Loi sur les sociétés par actions* du Québec prévoit à son premier alinéa que les modalités ayant trait à l'élection des administrateurs doivent être déterminées dans les règlements internes de la société. Dans ce cadre, une élection à la pluralité des voix de même qu'une élection à la majorité simple des voix exprimées est possible.

proposés par la direction⁵⁷³. Ceci s'explique par le fait qu'au Canada, les options s'offrant à l'actionnaire qui souhaite exercer son droit de vote, dépendent de la question sur laquelle ils sont appelés à s'exprimer. Or, sur des questions généralement qualifiées de routine (telles que l'élection des membres du conseil d'administration ou l'élection d'un auditeur), les actionnaires ne peuvent que voter en faveur de la proposition qui leur est présentée, ou encore s'abstenir de voter⁵⁷⁴. En effet, dans ce cas précis, ils ne peuvent s'opposer à la proposition soumise, ce qui fait en sorte que le résultat de ce type de vote est généralement favorable aux dirigeants et administrateurs, ce qui restreint le pouvoir accordé aux actionnaires de choisir des administrateurs et un auditeur qui veillent sur leurs intérêts.

Comme lors du calcul de la majorité des voix exprimées, les abstentions ne sont pas comptabilisées, cela a pour conséquence que même s'il n'y a qu'un seul vote favorable à l'élection d'un candidat, alors que toutes les autres voix se sont abstenues, un administrateur peut être élu puisque ce vote équivaut à 100 % des voix exprimées⁵⁷⁵. Dans un contexte où les dirigeants exercent généralement leur droit de vote (dans l'éventualité où ils détiennent des titres de la société, ce qui est normalement le cas) dans un sens favorable aux candidats apparaissant dans le matériel de procuration de la société, les chances d'une défaite sont faibles⁵⁷⁶ même si les candidats proposés ne reçoivent pas l'appui d'une majorité d'actionnaires.

⁵⁷³ F.H. EASTERBROOK et D.R. FISCHER, préc. note 25, 396.

⁵⁷⁴ Voir l'article 9.4(4) du *Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue*, préc., note 379. Étrangement, l'actionnaire pourra exercer son droit de vote comme il l'entend sur les autres questions qui lui seront soumises.

⁵⁷⁵ M. MARTEL et P. MARTEL, préc., note 83, p. 21-14 et 21-15; R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 20, p. 464; Canadian Coalition for Good Governance, *Brief to Standing Committee on Industry, Science and Technology Re: Five Year Review of CBCA*, février 2010, p. 5, en ligne : CCGG <http://www.ccg.ca/site/ccgg/assets/pdf/Brief_to_Standing_Committee.pdf>; J. CAI, J. L. GARNER et R.A. WALKLING, préc., note 571, p. 2 de la version en ligne; L.A. BEBCHUK, "The Myth of the Shareholder Franchise", préc., note 38, p. 127 de la version en ligne; I. ANABTAWI et L. STOUT, préc., note 77, p. 35 de la version en ligne.

⁵⁷⁶ W.K. SJOSTROM et Y.S. KIM, préc., note 296, 467.

De ce fait, en vertu des dispositions applicables par défaut aux sociétés fédérales, les actionnaires ne détiennent aucun pouvoir significatif leur permettant de s'opposer à la nomination du candidat choisi par la direction d'une société dans le cadre d'une élection non contestée⁵⁷⁷. Or, le fait qu'il ne soit pas possible pour un actionnaire d'influencer la société en rejetant un candidat proposé, que ce soit pour combler le poste d'administrateur ou d'auditeur de la société, contribue à l'apathie rationnelle des actionnaires. En effet, pour quel motif un actionnaire investirait temps et argent si le geste ne possède pas de véritable impact⁵⁷⁸?

Par ailleurs, les articles 106(3) de la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* et 110 al. 1 de la *Loi sur les sociétés par actions* du Québec prévoient que les administrateurs peuvent être élus pour un mandat n'excédant pas trois ans et que les mandats des différents administrateurs siégeant sur le conseil d'administration n'ont pas à être de la même durée. Or, l'usage de mandat de durée variable permet le renouvellement par tranche du conseil d'administration et limite la possibilité pour les actionnaires d'effectuer un changement rapide d'orientation de la société puisque le mandat de l'ensemble des administrateurs de la société ne vient pas à terme au même moment⁵⁷⁹. De plus, cette situation se justifie également du fait qu'elle permet d'éviter l'hypothétique cas où l'ensemble des administrateurs arriverait à la fin de son mandat et où aucun d'entre eux ne serait réélu, ce qui entraînerait l'entrée en fonction d'une équipe entièrement nouvelle et sans expérience⁵⁸⁰.

⁵⁷⁷ L.A. BEBCHUK, "The Myth of the Shareholder Franchise", préc., note 38, p. 127 de la version en ligne; G. YARON, préc., note 460, p. 41.

⁵⁷⁸ G. YARON, préc., note 460, p. 41. Certaines études prétendent que le fait pour un actionnaire de s'abstenir de voter dans le cadre d'une élection non-contestée a un effet disciplinaire sur les dirigeants et qu'à ce titre le vote des actionnaires possède un impact qui ne peut être négligé pour certain aspect de la gouvernance des sociétés ouvertes. J. CAI, J.L. GARNER et R.A. WALKLING, préc., note 571.

⁵⁷⁹ Canadian Coalition for Good Governance, *Brief to Standing Committee on Industry, Science and Technology Re: Five Year Review of CBCA*, février 2010, p. 6, en ligne : CCGG <http://www.ccg.ca/site/ccgg/assets/pdf/Brief_to_Standing_Committee.pdf>.

⁵⁸⁰ Cette situation est chose courante au Canada. B. WELLING, préc., note 276, p. 304.

De ce fait, selon les aménagements qui auront été faits dans les statuts ou les règlements de la société, les actionnaires pourront voter, annuellement ou non, pour remplacer l'ensemble des administrateurs ou seulement une partie des sièges du conseil⁵⁸¹. Malgré cela, rappelons néanmoins que la mise en place de ce type de mesure n'a pas exactement le même effet qu'aux États-Unis puisque les actionnaires canadiens possèdent le pouvoir de mettre fin au mandat des administrateurs en poste à tout moment, et ce, sans considération pour le terme ayant été fixé dans les statuts⁵⁸². Ce privilège de révocation, qui n'existe pas chez nos voisins du sud accorde ainsi une certaine forme de protection aux actionnaires des sociétés canadiennes.

Soulignons en terminant que dans le contexte canadien où la structure de la société est fréquemment concentrée entre les mains de quelques actionnaires, l'influence que pourront exercer les actionnaires minoritaires demeure malgré tout plutôt un concept abstrait en l'absence de règle prévoyant un droit de vote cumulatif ou de l'attribution d'un droit exclusif d'élire un certain nombre d'administrateurs à une catégorie d'actions. En effet, si l'adoption de pareilles mesures peut permettre de limiter l'influence significative des actionnaires majoritaires sur la composition du conseil d'administration, en l'absence de ce type de disposition, l'actionnaire de

⁵⁸¹ Les sociétés, tant provinciales que fédérales, peuvent établir des termes décalés en élisant certains administrateurs pour un terme de deux ans et les autres pour un an, puis, lors de l'assemblée annuelle subséquente, en élisant ceux dont le terme expire pour un nouveau terme de deux ans. Par la suite, chaque année le mandat d'une partie des administrateurs expirera et il suffira de les réélire pour de nouveaux termes de deux ans afin de conserver le mouvement des termes alternatifs. Aux États-Unis, les mandats décalés constituent la mesure antiprise de contrôle hautement privilégiée, car il est interdit de destituer les administrateurs d'un *classified board* autrement que pour cause, sauf disposition contraire dans le certificat de constitution, ce qui crée une situation où il est impossible pour l'acquéreur de prendre le contrôle immédiat de la société. Au Canada, la situation est différente puisque les actionnaires peuvent toujours destituer l'ensemble des administrateurs, que leurs mandats soient décalés ou non. M. MARTEL et P. MARTEL, préc., note 83, p. 21-22.

⁵⁸² Article 109 de la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* et 144 de la *Loi québécoise sur les sociétés par actions*.

contrôle dominera l'assemblée d'actionnaires et pourra nommer la majorité des administrateurs appelés à siéger au conseil d'administration.

1.2.2.2.3. L'absence de mécanismes assurant la confidentialité du vote par procuration

Les actionnaires qui exercent leur droit de vote par procuration lors des assemblées d'actionnaires doivent donner des instructions à leur délégataire en ce qui a trait à la manière dont leurs votes doivent être exercés. De ce fait, lorsqu'un actionnaire choisit de se faire représenter par le mandataire désigné par la société et que conséquemment il envoie son formulaire de procuration à la société en indiquant ce choix, les dirigeants peuvent, dans l'éventualité où aucune mesure n'a été prise afin de préserver le caractère confidentiel du vote des actionnaires⁵⁸³, observer quelle est la tendance du vote avant la tenue de l'assemblée des actionnaires.

En effet, une société a normalement recours à un agent de transfert afin d'effectuer la surveillance des votes enregistrés par l'envoi d'un formulaire de procuration. De ce fait, en l'absence d'un mécanisme assurant la confidentialité du vote exercé par les actionnaires, la société peut observer les préférences des investisseurs qui sont susceptibles d'influencer le résultat du vote afin d'être en mesure de communiquer avec les dissidents et d'exercer certaines pressions pour influencer leur vote et réduire le nombre d'opposants⁵⁸⁴.

⁵⁸³ Selon une étude, en 2005, la plupart des sociétés ouvertes n'avaient pas adopté de mécanismes assurant la confidentialité de l'exercice du droit de vote par leurs actionnaires. « To date, the majority of public firms in Canada have not adopted confidential proxy voting policies, remaining free to review votes cast prior to the Annual General Meeting of shareholders. » G. YARON, préc., note 460, p. 11.

⁵⁸⁴ Afin d'identifier les propriétaires vériatbles qui sont susceptibles d'influencer le résultat du vote, les sociétés ont régulièrement recours à des agences, telles que Computershare. *Id.*; en ce sens, voir également E.B. ROCK, préc., note 426, 489-490.

En ce sens, l'adoption d'un mécanisme assurant la confidentialité du vote accorde une certaine indépendance aux investisseurs institutionnels en les isolant de la direction des sociétés ce qui a pour effet de limiter la possibilité que la société connaisse la façon dont ils ont exercé leurs votes, sauf dans certaines circonstances particulières. Ceci évite notamment que les opposants soient identifiés, qu'ils aient à subir des pressions ou des sanctions dans l'éventualité où ils refuseraient de modifier leur vote, ce qui réduit possiblement les coûts éventuels d'une intervention et augmente de ce fait les bénéfices susceptibles de découler de l'opposition⁵⁸⁵.

Par ailleurs, ceux qui privilégient un vote confidentiel indiquent que la possible supervision de la réception des procurations par les dirigeants incite les investisseurs institutionnels à voter dans le sens suggéré par les dirigeants en place compte tenu de l'existence de certains conflits d'intérêts inhérents à l'industrie de l'investissement et aux positions prises par les investisseurs institutionnels. En effet, tel que nous l'avons vu plus tôt, certains actionnaires possèdent des intérêts conflictuels qui les dissuadent d'exprimer leur vote contre la position privilégiée par la direction de la société dont ils détiennent les parts⁵⁸⁶, même si cela entraîne possiblement des effets positifs sur la valeur des titres en favorisant le bien collectif des actionnaires⁵⁸⁷. Dans ce cadre, certains prétendent que l'anonymat des actionnaires permettrait de mitiger et même d'éliminer cette situation de

⁵⁸⁵ E.B. ROCK, préc., note 426, 489-490.

⁵⁸⁶ En effet, l'exercice du droit de vote de certains types d'investisseurs institutionnels est influencé par leurs intérêts d'affaires (par exemple, pensons aux sociétés d'assurances ou aux banques).

⁵⁸⁷ Roberta Romano conteste toutefois que cela ait des effets significatifs sur la valeur de la société ou sur l'issue du vote. Roberta ROMANO, "Does Confidential Proxy Voting Matter?", (2003) 32 *J. of Legal Studies* 465, 466. Toutefois, tel que Jeffrey Larsen l'indique : « [...] the intended benefits of confidential voting may not be related to voting outcomes or shareholder value; they may be related to factors that are not easily quantifiable, such as ensuring that institutional investors feel insulated from management pressures and influence as well as special interest group lobbying. » J. LARSEN, préc., note 342, à la page 212.

conflits d'intérêts avec pour conséquences que les propositions favorisant les intérêts des actionnaires recevraient un appui plus important⁵⁸⁸.

1.2.2.3. Les problèmes liés aux propositions d'actionnaires

En 2001, au fédéral et tout récemment au Québec, des modifications importantes ont été apportées aux règles encadrant la soumission de propositions par les actionnaires afin de favoriser un plus grand activisme de la part de ces derniers. Bien qu'il soit présomptueux de se prononcer sur l'usage qui sera fait de ces nouvelles dispositions au Québec dans les années à venir, au fédéral, ce mécanisme permettant aux actionnaires de présenter des propositions par le biais de la circulaire de la direction de la société, bien qu'ayant connu une popularité croissante, n'a pas été utilisé à outrance.

Si une des raisons expliquant cette faible popularité relève sans doute de la présence d'actionnaires de contrôle dans de nombreuses sociétés canadiennes, ce qui a notamment pour effet de réduire l'importance de l'appui que peut obtenir une telle démarche, le fait qu'une proposition ne lie pas les dirigeants de la société malgré le soutien d'une majorité d'actionnaires sauf dans quelques exceptions (1.2.2.3.1.), de même que l'absence de mode alternatif de résolution des conflits découlant de ce type

⁵⁸⁸ Notamment, Bebchuk souligne que ce manque de confidentialité lors de l'exercice du droit de vote affecte les choix qu'effectuent certains investisseurs institutionnels en faveur des administrateurs en place. L.A. BEBCHUK, "The Myth of the Shareholder Franchise", préc., note 38, p. 130 de la version en ligne; voir au même effet l'étude menée par J. CAI, J.L. GARNER et R.A. WALKLING, préc., note 571, p. 14 de la version en ligne; J.J. POUND, préc., note 519, 242-243. Soulignons toutefois qu'une étude menée par la professeure Romano tend toutefois à démontrer que l'adoption de règles permettant la confidentialité du vote ne change rien au résultat du vote, ni à l'appui donné aux propositions effectuées par les actionnaires ou par les dirigeants de la société (les votes contre la direction en place n'augmentent pas de manière substantielle). Par ailleurs, cette étude en arrive à la conclusion que la mise en place d'une procédure assurant la confidentialité de l'exercice du droit de vote n'entraîne pas d'augmentation à long terme de la performance du cours des titres de la société visée. R. ROMANO, préc., note 587, 495 et 504. Voir également S.M. BAINBRIDGE, préc., note 74, p. 224.

démarche (1.2.2.3.2.) ne sont certes pas à négliger lorsque l'on procède à l'examen des facteurs qui sont susceptibles de dissuader les actionnaires d'avoir recours à ce mécanisme pour faire entendre leur voix⁵⁸⁹.

1.2.2.3.1. Les propositions d'actionnaires ne lient pas les dirigeants

En vertu de la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* et des nouvelles règles de la *Loi sur les sociétés par actions* du Québec, le mécanisme qui permet aux actionnaires de soumettre des propositions à une société pour que cette dernière les fasse circuler et permette à l'ensemble des actionnaires de se prononcer sur celles-ci est essentiellement une procédure qui facilite la transmission d'idée⁵⁹⁰. En effet, cette dernière n'est pas contraignante pour la société, sauf bien entendu pour les sujets qui relèvent des pouvoirs des actionnaires, tel que l'adoption ou la modification d'un règlement.

Par ailleurs, cette décision de mettre en application ou non une proposition ayant obtenu l'approbation d'une majorité d'actionnaires est protégée par la règle du jugement d'affaires et conséquemment, il faut conclure qu'à l'heure actuelle une proposition soumise par un actionnaire auprès d'une société ne constitue pas un outil qui permet aux actionnaires de faire valoir

⁵⁸⁹ En effet, même si les modifications apportées à la L.c.s.a. ont permis aux actionnaires (non inscrits directement aux registres de la société), il subsiste toujours des limitations importantes qui compliquent la communication entre ceux-ci puisque les coûts liés notamment à une démarche d'identification pourront être prohibitifs. J. SARRA, préc., note 277, 69.

⁵⁹⁰ « While the prospects for success may be poor in an individual case, shareholder proposals nonetheless serve an educational function by putting issues of concern to institutional investors on the public (and managerial) agenda. This can have the salutary effect of creating pressure on corporate managers not to adopt wealth-reducing measures. By generating public debate, shareholder proposals can also cause many normally passive shareholders to reconsider their sometimes unthinking support of management. » J.G. MacINTOSH, préc., note 6, 411.

efficacement des revendications à propos des actes accomplis par les administrateurs et des agissements futurs de ces derniers⁵⁹¹.

En outre, dans un marché où l'actionnariat est plus souvent qu'autrement concentré entre les mains de quelques actionnaires⁵⁹² l'obtention de l'appui d'une majorité d'actionnaires ne se fera souvent que si l'actionnaire dominant soutient la proposition.

1.2.2.3.2. L'absence de mode alternatif de résolution des conflits résultants d'une proposition d'actionnaire

L'article 137(5) de la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* ainsi que l'article 200 de la nouvelle *Loi sur les sociétés par actions* du Québec indiquent qu'une société n'est pas tenue de faire circuler une proposition formulée par un actionnaire si cette dernière tombe sous une des exceptions énumérées. Dans le cas d'un refus, tant la loi provinciale que fédérale prévoient que l'actionnaire qui subit un préjudice peut s'adresser aux tribunaux pour contester cette exclusion, pour obtenir une ordonnance obligeant la société à faire circuler la proposition ou pour obtenir toute autre mesure qu'ils estiment appropriée dans les circonstances pour protéger ses droits et notamment pour empêcher la tenue de l'assemblée à l'occasion de laquelle la proposition devait être présentée⁵⁹³.

Si cette possibilité de s'adresser aux tribunaux permet certes à l'actionnaire de faire respecter ses droits, ce moyen s'avère néanmoins coûteux et complexe et ne se justifie que rarement. En effet, les propositions

⁵⁹¹ R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 20, p. 527.

⁵⁹² Pensons notamment au cas de Québecor, Jean Coutu ou Bombardier au Québec.

⁵⁹³ Art. 137(7) et (8) L.c.s.a. et 203, 204 L.s.a.Q. J. SARRA, préc., note 277, 73; R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 20, p. 523.

d'actionnaires soumises aux sociétés ainsi que leur gestion par ces dernières ne sont pas soumises à l'administration et à la supervision réglementaire d'une autorité ayant la responsabilité de s'assurer du respect de la législation dans l'éventualité où une société refuse de faire circuler la proposition d'un actionnaire et, de ce fait, un actionnaire qui est en désaccord avec la décision de la société d'exclure sa proposition ne possède aucun autre recours que de s'adresser à ses frais aux tribunaux afin de faire respecter un droit qu'il croit bafoué.

Or, les coûts et le temps que requiert une contestation judiciaire accroissent les problèmes de resquillage et d'apathie rationnelle dont nous avons fait état plus tôt, puisque seuls les investisseurs institutionnels détenant une part importante des titres en circulation d'une société peuvent justifier les coûts liés à cette démarche en comparaison avec les bénéfices qui en découleront pour leurs bénéficiaires⁵⁹⁴. En effet, les coûts engendrés par la prise d'un recours par l'actionnaire s'étant vu opposer un refus risquent dans la majorité des cas de dépasser les bénéfices qui pourront en résulter. Dans ce fait, l'actionnaire rationnel évaluant les coûts (frais judiciaires, extrajudiciaires et le temps consacré à la préparation et à la présentation de la demande) face aux avantages de la démarche choisira le plus souvent de laisser tomber malgré la justesse du recours projeté. Par ailleurs, le risque d'exclusion des propositions d'actionnaires par les dirigeants sur le pari qu'ils ne s'adresseront pas aux tribunaux par faute de moyens et que conséquemment ils abandonneront leur démarche participera à créer des situations potentiellement abusives qui seront susceptibles de pousser ces derniers à l'apathie rationnelle.

⁵⁹⁴ Gil YARON, "Canadian Institutional Shareholder Activism in an Era of Global Deregulation", dans Janis SARRA (éd.), *Corporate Governance in Global Capital Markets*, Vancouver, UBC Press, 2003, p. 111, à la page 121; J. SARRA, préc., note 277, 74; G. YARON, préc., note 460, p. 45.

Même si les propositions d'actionnaires reçoivent rarement l'appui de la majorité des détenteurs de titres⁵⁹⁵, elles s'avèrent un moyen utile d'innovation et un facteur de changement qui permet souvent d'amorcer une réflexion pertinente à propos de nouvelles politiques de gouvernance puisque les sociétés ouvertes opèrent dans un environnement dynamique. En effet, l'ensemble des règles optimales en matière de gouvernance est appelé à varier dans le temps compte tenu des nouveaux problèmes qui apparaissent, des nouveaux outils et des nouvelles dispositions législatives créées afin de parer aux nouveaux problèmes ainsi qu'aux anciens qui refont surface. Or, l'absence de recours alternatifs affecte l'exercice du droit fondamental des actionnaires de participer au processus décisionnel de la société.

Dans ce cadre, la mise en place de mécanismes de règlement alternatif des différends, tel qu'ils existent aux États-Unis, permettrait selon nous une meilleure protection des droits des actionnaires en permettant de trouver une solution rapide et peu coûteuse aux différends pouvant survenir dans le cadre d'une proposition d'actionnaires. En effet, aux États-Unis, lorsqu'un différend survient relativement à la circulation d'une proposition d'actionnaire, la question est déferée à la Securities and Exchange Commission (SEC) afin que cette dernière se prononce sur le contenu de la proposition. Bien que cette décision ne lie pas les parties, ces dernières acceptent dans la majorité des cas d'appliquer la décision, évitant de ce fait de longs et coûteux débats devant les tribunaux⁵⁹⁶.

⁵⁹⁵ En effet, les actionnaires ont encore aujourd'hui tendance à appuyer la direction en place lors des assemblées d'actionnaires. On semble toutefois percevoir une lente évolution vers un activisme actionnarial plus important. Notamment, récemment une proposition du MÉDAC (le Mouvement d'éducation et de défense des actionnaires) a reçu l'appui d'une forte majorité d'actionnaires. Cette proposition demandait que la Banque Laurentienne soumette désormais la politique de paie de ses hauts dirigeants à l'approbation de ses actionnaires. Voir : Martin VALLIÈRES, « Les actionnaires forcent un vote sur la paie des dirigeants », *La Presse Affaires*, mercredi 11 mars 2009, p. 5; J. SARRA, préc., note 277, 75.

⁵⁹⁶ G. YARON, préc., note 594, à la page 121.

*

* *

L'analyse du cadre juridique à laquelle nous nous sommes prêtés dans la présente partie a révélé une volonté claire des différents législateurs provinciaux et fédéraux de donner plus d'importance aux actionnaires en facilitant l'exercice de leur droit de vote depuis environ 10 ans. Or, si les marchés et la législation ont évolué, il semble qu'il demeure néanmoins certaines limitations qui entravent toujours aujourd'hui l'expression de la volonté des actionnaires. En effet, les différentes barrières légales dont nous avons fait état, notamment celles ayant trait à l'exercice du droit de vote des actionnaires, semblent toujours limiter les interventions des actionnaires.

De même, si le problème d'action collective conserve une importance que l'on ne peut négliger lorsque l'on étudie les raisons qui justifient l'apathie des actionnaires, il semble que les investisseurs institutionnels soient actuellement moins affectés par ce dernier⁵⁹⁷. En effet, l'institutionnalisation des marchés (ayant entraîné une plus grande concentration des titres entre les mains des investisseurs professionnels), de même que la possibilité pour les actionnaires de communiquer plus aisément les uns avec les autres pour discuter de questions affectant la gouvernance des sociétés dont ils détiennent les titres, ainsi que les économies d'échelle réalisées par les actionnaires institutionnels qui possèdent des titres dans de nombreuses sociétés vivant potentiellement des problèmes de gouvernance similaires ont notamment permis de réduire l'importance de cette entrave⁵⁹⁸.

⁵⁹⁷ Bernard S. BLACK, Shareholder Passivity Reexamined, (1990) 89 *Mich. L.Rev.* 520, 608.

⁵⁹⁸ E.B. ROCK, préc., note 426, 448.

Par ailleurs, malgré l'amélioration de certains aspects de la législation qui sont venus faciliter l'exercice des droits des actionnaires, on ne peut négliger le fait qu'un actionnaire ne peut espérer influencer l'issue des questions soumises à un vote lors des assemblées sauf dans certains cas spécifiques ou la loi exige l'approbation des deux tiers des actionnaires. Si ces règles peuvent permettre de limiter plusieurs cas d'abus de la part des dirigeants et des actionnaires dominants, il demeure que le pouvoir d'intervention des actionnaires reste limité lorsqu'il s'agit d'effectuer des changements dans la gouvernance des sociétés et qu'il n'a pas l'appui des actionnaires les plus importants de la société. De ce fait, même si la pertinence d'une démarche semble indiscutable, il demeure que la perspective d'un échec entraînera assurément une remise en question de l'intervention projetée même si celle-ci est prévue par la loi.

De ce fait, les dirigeants et administrateurs conservent, encore aujourd'hui, la plus grande partie du pouvoir décisionnel au sein des sociétés, bien qu'ils exercent ce pouvoir sous l'influence d'actionnaires dominants dans certains cas.

2. L'exercice du pouvoir décisionnel par les administrateurs et les dirigeants de la société

Selon le professeur Kenneth J. Arrow, le processus décisionnel au sein des organisations s'effectue essentiellement de deux manières : par consensus ou par autorité⁵⁹⁹. Suivant Arrow, une organisation peut fonctionner sur une base consensuelle lorsque les divers participants possèdent des intérêts

⁵⁹⁹ Selon Arrow, toutes les organisations doivent posséder un mécanisme ou une structure interne qui permet un processus décisionnel efficient qui lui permet de regrouper les préférences de l'ensemble de ses membres et de les transmuter en décision collective et cela considérant la situation d'asymétrie informationnelle et la variété d'intérêts coexistants au sein de cette dernière. K.J. ARROW, préc., note 327.

similaires ainsi qu'un accès identique à l'information disponible, puisqu'en l'absence d'asymétrie informationnelle ou de conflits d'intérêts, les décisions peuvent généralement être prises collectivement à faibles coûts⁶⁰⁰.

À l'inverse, lorsque les membres d'une organisation ont des intérêts différents et un accès variable à l'information, le mécanisme de l'autorité est plus approprié comme processus décisionnel, puisque pour assurer le bon fonctionnement de ce type d'organisation, il est nécessaire que l'information soit dirigée vers un organe central à qui le pouvoir décisionnel est confié. Dans ce contexte, comme les actionnaires ne possèdent habituellement ni les informations ni la motivation nécessaire afin de prendre les décisions qui sont dans le meilleur intérêt de la société, la réglementation qui encadre le fonctionnement des sociétés privilégie, un peu partout dans le monde, ce type de mécanisme décisionnel axé sur l'autorité⁶⁰¹.

Le droit des sociétés tel qu'on le connaît au Canada et au Québec ne fait d'ailleurs pas exception à l'application de ce processus décisionnel. En effet, tel que l'énoncent les articles 102 de la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* et 112 de la nouvelle *Loi sur les sociétés par actions* du Québec, sous réserve de toute convention unanime d'actionnaires, les administrateurs gèrent les activités commerciales et les affaires internes de la société ou en surveillent la gestion. Pratiquement, cet énoncé de pouvoir, qui trouve ses fondements dans les travaux du professeur Kenneth Arrow, rappelle non seulement la primauté des administrateurs dans la gestion des affaires de la société sous réserve de quelques limitations, mais forme

⁶⁰⁰ Stephen M. BAINBRIDGE, "Is 'Say on Pay' Justified?", (2009) 32(1) *Regulation* 42, 46, en ligne : SSRN <<http://ssrn.com/abstract=1452761>>.

⁶⁰¹ Comme le problème d'action collective est complexe et coûteux à résoudre, les actionnaires privilégient la délégation du pouvoir décisionnel aux administrateurs et dirigeants qui sont mieux placés qu'eux pour prendre les décisions. *Id.*, 46; S.M. BAINBRIDGE, "Why a Board? Group Decision Making in Corporate Governance", préc., note 16, 4-5; Robert C. CLARK, *Corporate Law*, Boston, Little Brown and co., 1986, p. 94.

également un énoncé de principe qui constitue un guide pour l'ensemble des dispositions structurant la société⁶⁰².

Ceci étant dit, la législation canadienne permet au conseil d'administration de déléguer sa responsabilité en matière d'administration courante aux dirigeants. De fait, dans la majorité, sinon dans la totalité des sociétés ouvertes ce sont les dirigeants, et non les administrateurs de la société, qui sont responsables de la gestion quotidienne de la société⁶⁰³. Or, même s'il y a délégalion de pouvoir, le conseil d'administration constitue un organe clé de la structure de gouvernance des sociétés canadiennes⁶⁰⁴ puisqu'il agit comme premier mécanisme de contrôle interne voué à la protection des droits des actionnaires. En ce sens, il doit veiller à ce que les décisions prises par les dirigeants de la société maximisent l'avoir des actionnaires en lui imposant certaines contraintes et limitations⁶⁰⁵. Dans ce cadre, le conseil d'administration (ou un comité composé d'administrateurs) choisit notamment le chef de la direction ainsi que les autres dirigeants qui devront gérer les affaires de la société, établit les modalités de la rémunération et des incitatifs financiers offerts aux dirigeants, surveille les dirigeants ainsi que l'auditeur et les remplace si nécessaire.

Par ailleurs, même si la place que l'on a accordée à la fonction de surveillance du conseil d'administration⁶⁰⁶ au cours des dernières années a

⁶⁰² S.M. BAINBRIDGE, préc., note 5, p. 3.

⁶⁰³ K.P. McGUINNESS, préc., note 328, p. 709.

⁶⁰⁴ S.M. BAINBRIDGE, "Why a Board? Group Decision Making in Corporate Governance", préc., note 16, 1, 4.

⁶⁰⁵ Toutefois, afin que les administrateurs puissent jouer ce rôle de surveillance et de contrôle des dirigeants, ils doivent posséder un certain niveau de contrôle sur ces derniers. Or, lorsque les dirigeants possèdent une part importante des titres en circulation de la société (comme c'est souvent le cas dans les sociétés ouvertes au Canada), le pouvoir de contrôle des administrateurs est moindre puisque le nombre d'actions détenu par les dirigeants risque d'influencer le vote en faveur de l'élection d'un administrateur ou de sa destitution, créant de ce fait chez ce dernier l'impression qu'il est redevable envers eux.

⁶⁰⁶ Lynne L. DALLAS, "Developments in U.S. Boards of Directors and the Multiple Roles of Corporate Boards", dans Janis SARRA (éd.), *Corporate Governance in Global Capital*

contribué à marginaliser la fonction managériale dont il a également la charge, on ne peut négliger cette dernière considérant son importance dans la création de valeur au sein de la société⁶⁰⁷. En effet, certaines décisions importantes (telle que la réponse à donner à une offre publique) sont aussi du ressort du conseil d'administration⁶⁰⁸. Par ailleurs, même si les membres du conseil d'administration sont rarement impliqués dans le processus décisionnel et la gestion quotidienne des affaires de la société, la plupart des administrateurs participent néanmoins à la direction des affaires de la société par leurs conseils aux dirigeants ainsi que par leur apport de contacts et par le partage de connaissances utiles⁶⁰⁹.

Ces fonctions confiées au conseil d'administration sont exercées collégalement, ce qui fait en sorte que les administrateurs, pris individuellement, n'ont pas de pouvoir particulier et qu'à l'extérieur du forum du conseil d'administration, un administrateur ne dispose pas en principe du

Market, Vancouver, UBC Press, p. 191, à la page 191, en ligne : SSRN <<http://ssrn.com/abstract=417242>>.

⁶⁰⁷ S. ROUSSEAU et B. GAUTHIER, préc., note 136, à la page 49; R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 20, p. 299.

⁶⁰⁸ Canadian Coalition for Good Governance, *Brief to Standing Committee on Industry, Science and Technology Re: Five Year Review of CBCA*, février 2010, p. 2, en ligne : CCGG <http://www.ccg.ca/site/ccgg/assets/pdf/Brief_to_Standing_Committee.pdf>.

⁶⁰⁹ En effet, tel que le soulignait le professeur Bainbridge: « Broad policymaking is commonly a board prerogative for exemple. Even more commonly, however, individual board members provide advice and guidance to top managers with respect to operational and/or policy decisions. Finally, the board provides access to a network of contacts that may be useful in gathering resources and/or obtaining business. Outside directors affiliated with financial institutions, for example, apparently facilitate the firm's access to capital.⁶⁰⁹ » S.M. BAINBRIDGE, "Why a Board? Group Decision Making in Corporate Governance", préc., note 16, 8; Ceci est confirmé par Rousseau et Gauthier qui indiquent que : « Dans la perspective de la théorie de l'agence, la fonction primordiale du conseil d'administration consiste à surveiller les dirigeants. [...] De son côté, la fonction managériale met l'accent sur la contribution du conseil d'administration à la production plutôt qu'à la discipline des dirigeants. Elle comporte deux grandes dimensions : la relation relationnelle et la dimension de services. Selon la dimension relationnelle, le conseil d'administration a pour fonction d'établir un pont avec les parties intéressées pour faciliter l'obtention et la préservation des ressources nécessaires aux activités de la société, ce qui diminue l'incertitude d'exploitation. La composition du conseil d'administration occupe une place centrale dans ce modèle. En effet, ce sont les membres qui déterminent sa capacité à remplir cette fonction relationnelle. [...] En ce qui concerne la dimension de services de la fonction managériale, elle fait référence à la fourniture d'avis et de conseils au chef de la direction.⁶⁰⁹ » S. ROUSSEAU et B. GAUTHIER, préc., note 136, à la page 50.

pouvoir de représenter la société ni de prendre des décisions l'engageant⁶¹⁰. Selon le professeur Bainbridge, le droit des sociétés accorde le pouvoir de gestion et de supervision au conseil d'administration en tant que collectivité décisionnelle plutôt qu'à un seul individu, notamment parce qu'à la lumière de certaines études empiriques il appert que les décisions prises collectivement sont généralement préférables aux décisions prises individuellement⁶¹¹ et qu'une décision collective est davantage susceptible de restreindre les coûts d'agence. Si cette étude s'avère fondée, l'emphase que le droit corporatif met sur le conseil d'administration comme organe décisionnel possède donc des racines rationnelles et confirme conséquemment que le maintien d'une bonne gouvernance requiert que le pouvoir décisionnel soit placé dans les mains d'un groupe restreint plutôt qu'entre les mains d'un vaste groupe ayant des intérêts divergents⁶¹².

Or, malgré la cohérence de ce raisonnement et la vraisemblance des différentes études, certains auteurs ont mis cette logique en doute et se sont demandés jusqu'à quel point le pouvoir décisionnel doit être concentré entre les mains des administrateurs et dirigeants de la société. Notamment, ces auteurs se sont interrogés à savoir si les règles actuelles sont les seules qui permettent le bon fonctionnement des sociétés par actions et si les administrateurs et dirigeants des sociétés ouvertes gèrent effectivement les sociétés dans le meilleur intérêt des actionnaires ou s'ils poursuivent d'autres objectifs.

⁶¹⁰ R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 20, p. 330.

⁶¹¹ S.M. BAINBRIDGE, "Why a Board? Group Decision Making in Corporate Governance", préc., note 16.

⁶¹² Stephen M. BAINBRIDGE, "Schumer's Shareholder Bill of Rights Act of 2009: The Say on Pay Component", 12 mai 2009, ProfessorBainbridge.com, en ligne : <<http://www.professorbainbridge.com/professorbainbridgecom/2009/05/schumers-shareholder-bill-of-rights-act-of-2009-the-say-on-pay-component.html>>.

Ce questionnement est d'autant plus valable dans le contexte canadien ou l'actionnariat concentré fait souvent en sorte que le pouvoir délégué aux administrateurs et dirigeants est largement influencé par l'actionnaire dominant.

Afin de tenter de trouver une réponse à ces interrogations, nous nous attarderons dans les lignes qui suivent aux fondements de l'autorité décisionnelle des administrateurs et dirigeants (2.1), à la latitude qui leur est accordée dans l'exercice de leurs fonctions, ainsi qu'aux excès qui leurs sont reprochés dans la littérature à la suite des différents scandales financiers qui ont vu jour dans les dernières années (2.2).

2.1. Les fondements de l'autorité décisionnelle des administrateurs ou certaines justifications à la limitation du pouvoir de contrôle des actionnaires

Selon la théorie du réseau de contrats, l'ensemble législatif fournissant un encadrement aux sociétés par actions peut être assimilé à un contrat type auquel les parties acceptent volontairement de se soumettre avec ou sans modifications. De la même façon que pour le contrat type, les règles élaborées par le législateur tentent de fournir un cadre aux parties afin de réduire les coûts liés à la discussion et à la négociation des termes de l'entente.

Ceci permet aux parties qui considèrent que les règles établies par défaut correspondent à leurs besoins d'éviter les coûts liés à l'élaboration d'une entente satisfaisante pour l'ensemble des parties, et aux autres de négocier à partir d'un cadre préétabli, ce qui est susceptible d'accélérer les discussions menant à une entente. Si les coûts que doivent assumer les

parties, dans l'éventualité où elles souhaitent déroger aux règles établies par défaut, sont démesurés, les dérogations à ces dernières seront peu fréquentes, et cela, même si les règles proposées ne conviennent pas à leurs besoins ou à leur réalité. La question qui s'impose est donc celle de déterminer si le régime légal actuel est toujours représentatif de ce que les parties auraient conclu comme entente, si les coûts de négociation étaient nuls et, plus particulièrement, celle de déterminer si le partage du pouvoir entre le conseil d'administration⁶¹³ et les actionnaires⁶¹⁴, en ce qui a trait à la gestion de la société, constitue le résultat auquel les parties en seraient venues si elles avaient pu librement négocier les termes de leur participation au sein de la société⁶¹⁵.

Afin de répondre à ce questionnement, nous nous attarderons dans les pages qui suivent aux différentes justifications ayant assuré la prégnance du principe qui veut que l'autorité décisionnelle soit déléguée au conseil d'administration dans les règles encadrant les sociétés par actions dans l'objectif de déterminer si ce choix se justifie toujours dans le contexte actuel.

2.1.1. L'avantage informationnel de la direction

Un argument communément invoqué à l'encontre d'un plus grand interventionnisme des actionnaires et de l'activisme de ces derniers relève du désavantage informationnel présumé des actionnaires vis-à-vis des dirigeants et administrateurs⁶¹⁶. En effet, il est généralement admis que les

⁶¹³ S.M. BAINBRIDGE, "Why a Board? Group Decision Making in Corporate Governance", préc., note 16.

⁶¹⁴ R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 20, p. 527. Notamment par le biais de l'élection des administrateurs, ou encore par certains pouvoirs que la législation leur attribue.

⁶¹⁵ S.M. BAINBRIDGE, préc., note 5.

⁶¹⁶ L.A. BEBCHUK, "The Case for Increasing Shareholder Power", préc., note 438, 880. Par ailleurs, l'obligation de prendre les décisions qui sont susceptibles d'affecter les droits des actionnaires sur la base de toutes les informations raisonnablement disponibles découle du devoir de diligence imposé aux dirigeants et administrateurs. *UPM-Kymmene Corp. c. UPM-Kymmene Miramichi inc.*, [2002] O.J. No. 2412 (Sup. Ct of J.), par. 125, conf. en appel

actionnaires ont peu de chance d'avoir une meilleure connaissance du contexte économique et de la façon de gérer une société donnée que les administrateurs et dirigeants en place puisque ces derniers sont généralement dans une meilleure position pour analyser les circonstances et pour avoir accès à toute l'information disponible⁶¹⁷ pour comprendre les perspectives à long terme de la société et orienter ses opérations de la manière la plus profitable⁶¹⁸.

Contrairement aux administrateurs et aux dirigeants, les actionnaires⁶¹⁹ ont rarement les ressources nécessaires (en temps et en argent), ou la capacité et la motivation suffisante pour colliger toutes les informations publiques disponibles, les analyser et les comprendre⁶²⁰. Par ailleurs, comme les actionnaires n'ont normalement pas accès à l'ensemble de l'information interne ou privée, contrairement aux dirigeants et administrateurs des

UPM-Kymmene Corp. c. UPM-Kymmene Miramichi inc., [2004] O.J. No. 636 (C.A.). *CW Shareholdings*, (1998), 39 O.R. (3d) 755 (Gen. Div.) (QL).

⁶¹⁷ Notamment parce que les administrateurs et dirigeants possèdent généralement les connaissances financières adéquates pour exercer leurs fonctions. Spécifiquement, les administrateurs, même ceux qui ne font pas partie du comité d'audit, doivent comprendre les états financiers qu'on leur présente afin d'être en mesure de poser des questions pertinentes et d'être à même de saisir le contexte que ceux-ci laissent entrevoir.

⁶¹⁸ J.N. GORDON, préc., note 283, 353.

⁶¹⁹ Particulièrement, les actionnaires individuels qui détiennent une participation de peu d'importance dans la société.

⁶²⁰ Theodore N. MIRVIS, Paul K. ROWE & William SAVITT, "Bebchuk's "Case for Increasing Shareholder Power": An Opposition", (2007) 121 *Harvard L. Rev.* 43, 49; J.N. GORDON, préc., note 283, 353; K.J. ARROW, préc., note 327, p. 68-69 tiré du texte de S.M. BAINBRIDGE, préc., note 5, p. 6; Tel que le professeur Bainbridge le souligne : « A rational shareholder will expend the effort to make an informed decision only if the expected benefits of doing so outweigh its costs. Given the length and complexity of corporate disclosure documents, especially in a proxy contest where the shareholder is receiving multiple communications from the contending parties, the opportunity cost entailed in becoming informed before voting is quite high and very apparent. In addition, most shareholders' holdings are too small to have any significant effect on the vote's outcome. Accordingly, shareholders can be expected to assign a relatively low value to the expected benefits of careful consideration. Shareholders are thus rationally apathetic. For the average shareholder, the necessary investment of time and effort in making informed voting decisions simply is not worthwhile. Most shareholders recognize that they are better off pursuing a policy of rational apathy rather than an activist agenda. They know that directors have better information and better incentives than do the shareholders. » S.M. BAINBRIDGE, préc., note 612.

sociétés⁶²¹, il est généralement présumé que même dans l'éventualité où un actionnaire possède les ressources nécessaires pour effectuer le traitement de l'information, comme cette dernière est incomplète, le résultat de l'analyse risque d'être inexact. De ce fait, parce que les dirigeants possèdent davantage d'information sur le présent et le futur de la société, il est généralement accepté que ces derniers sont les mieux placés pour décider quelles sont les structures de gouvernance les plus à même de maximiser la valeur de la société⁶²². En outre, certains vont même jusqu'à affirmer que dans ce contexte, une limitation de la participation des actionnaires les protège contre une prise de décisions erronées ou néfastes.

Dans ce cadre, la théorie veut que les actionnaires reconnaissant ne pas posséder d'éléments d'information auxquels les dirigeants et administrateurs ne peuvent accéder, vont rationnellement choisir de déléguer leur pouvoir décisionnel aux dirigeants (c.-à-d. à une autorité centrale) afin qu'ils se chargent de prendre les décisions. Ce choix ne tient toutefois que dans le cas où l'information privée que possèdent les dirigeants est suffisamment importante qu'elle surpasse les coûts découlant des problèmes d'agence des gestionnaires⁶²³. En effet, ce n'est que dans ce cas où les actionnaires peuvent rationnellement convenir qu'il est moins coûteux et plus efficient de transmettre l'ensemble de l'information ayant trait à la société au conseil d'administration et aux dirigeants, qui agit dans ce cadre comme organe central, plutôt que de distribuer cette information à l'ensemble des actionnaires pour leur permettre de se prononcer sur la question. En outre, ce choix semblera d'autant plus rationnel si l'on considère que la prise d'une décision qui nécessite la consultation de l'ensemble des actionnaires, avec

⁶²¹ L.A. BEBCHUK, "The Case for Increasing Shareholder Power", préc., note 438, 880.

⁶²² L'argument de l'avantage informationnel des dirigeants et administrateurs des sociétés veut que la délégation absolue du pouvoir décisionnel à ces derniers avantage les actionnaires et accroît la valeur de la société.

⁶²³ K.J. ARROW, préc., note 327, p. 68-69 tiré du texte de S.M. BAINBRIDGE, préc., note 5, p. 6.

leurs intérêts divergents, est susceptible d'avoir des conséquences négatives sur la société, car l'exploitation d'une société requiert avant tout une rapidité décisionnelle constante ainsi qu'un processus de mise en application diligente⁶²⁴.

Or, si nous devons d'emblée reconnaître l'autorité et la capacité des dirigeants et administrateurs à assurer le bon déroulement du processus décisionnel, cet état de fait ne semble pas justifier une délégation irrévocable de la totalité de l'autorité décisionnelle pour l'ensemble des décisions prises dans le cours normal de la vie d'une société. En effet, si l'avantage informationnel des dirigeants explique pourquoi les actionnaires délèguent normalement la gestion des affaires de la société à ces derniers, ceci ne justifie en rien une délégation absolue du pouvoir décisionnel, et cela, particulièrement dans le cas des investisseurs institutionnels qui ont accès à divers moyens et ressources pour obtenir et traiter l'information et les conséquences possibles de la mise en place d'une mesure.

Tel que le fait valoir le professeur Bebchuk, le fait d'accorder un pouvoir décisionnel concurrent aux actionnaires dans certaines circonstances n'implique aucunement que l'on rejette la capacité de la direction de recueillir l'information et de l'analyser. En effet, dans l'éventualité où ce sont les actionnaires qui sont appelés à exercer leur pouvoir décisionnel, les dirigeants et administrateurs peuvent malgré tout leur communiquer l'information qu'ils possèdent afin de tenter d'influencer leur vote. Dans ce cadre, les actionnaires peuvent décider de la valeur de l'opinion de la direction de la société en évaluant l'information à la lumière des intérêts de chacun et du fait que les dirigeants et administrateurs possèdent des informations non disponibles au public en général afin d'exercer un jugement qui se veut le plus éclairé possible⁶²⁵. Enfin, soulignons que ce ne sont pas

⁶²⁴ M. MARTEL et P. MARTEL, préc., note 83, p. 21-1.

⁶²⁵ L.A. BEBCHUK, "The Case for Increasing Shareholder Power", préc., note 438, 881.

toutes les décisions qui requièrent le même degré de recherche d'informations et que dans certains cas les questions ont une portée générale⁶²⁶ qui ne nécessitent pas une analyse approfondie des particularités propres à la société faisant l'objet de la démarche.

Par ailleurs, considérant la théorie de l'action collective présentée plus tôt, afin d'augmenter ses chances de succès, un actionnaire ne mettra en œuvre une intervention que s'il détient une participation importante au sein de la société⁶²⁷ et que si la question soulevée est susceptible d'avoir un impact important sur la valeur des titres de la société. De ce fait, on peut croire que les interventions ayant un effet néfaste sur la société seront peu nombreuses puisque dans ce cas l'effet négatif affecterait également l'investisseur à l'origine de ces dernières et que l'appui des autres actionnaires serait difficile à obtenir. De plus, il semble contradictoire d'affirmer que les actionnaires possèdent individuellement les capacités leur permettant d'analyser l'information qui est rendue disponible et de vendre leurs titres s'ils considèrent qu'une société est mal gérée, mais de considérer qu'ils sont incapables, lorsqu'ils forment un groupe, d'avoir une opinion éclairée sur ce qui constitue le meilleur intérêt de la société. De ce fait, on peut croire que les actionnaires sont en mesure de juger du moment où ils ont confiance en l'autorité décisionnelle des dirigeants et administrateurs.

2.1.2. La rationalité limitée des acteurs

Le concept de la rationalité limitée réfère aux différents problèmes qui affectent les capacités cognitives des individus et l'efficacité du processus décisionnel devant mener à la solution la plus appropriée en considération

⁶²⁶ Et conséquemment seront applicables à un ensemble de sociétés puisque même si les parties peuvent avoir une opinion divergente sur la réponse à donner à une question, cette réponse est peu susceptible d'être influencée par une information que possèdent les dirigeants, mais qui n'est pas disponible aux actionnaires.

⁶²⁷ Ou encore s'il a le soutien d'autres actionnaires importants.

de circonstances particulières⁶²⁸. Dans ce cadre, le problème de rationalité limitée affectant un individu devient préoccupant lorsqu'une décision devant être prise présente un degré de complexité qui rend difficile l'élaboration d'une solution ou l'évaluation des conséquences pouvant en découler, en raison notamment de la présence d'un certain nombre de possibilités ou encore d'un problème d'accès à l'information⁶²⁹.

Une des façons de pallier le problème de rationalité limitée consiste à mettre en place un processus collectif de prise de décision qui facilite la mise en commun de l'expertise, des compétences ou des intérêts de chacun des membres composant le groupe⁶³⁰. En guise d'illustration de cette façon de faire, nous n'avons qu'à citer le cas du conseil d'administration qui permet aux administrateurs d'échanger des idées et de l'information, de profiter des connaissances collectives, de se consulter afin d'obtenir un consensus décisionnel qui assure une meilleure surveillance de l'organisation et qui, en ce sens, permet de mitiger les problèmes de rationalité limitée affectant les individus qui doivent prendre une décision par eux-mêmes⁶³¹. De ce fait, il est possible d'affirmer que le choix de privilégier un processus décisionnel collectif dans le cadre de l'administration des sociétés par actions se justifie par l'efficacité de ce mécanisme en comparaison avec un processus impliquant un seul individu, que ce soit un dirigeant ou un actionnaire important⁶³².

⁶²⁸ R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 20, p. 302. En effet, des spécialistes en psychologie expérimentale et en économie ont trouvé que le processus décisionnel de groupe peut dans certaines circonstances s'avérer supérieur au processus décisionnel mené par des individus. S.M. BAINBRIDGE, "Why a Board? Group Decision Making in Corporate Governance", préc., note 16, 12 et 20.

⁶²⁹ R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 20, p. 302; S.M. BAINBRIDGE, "Why a Board? Group Decision Making in Corporate Governance", préc., note 16, 21.

⁶³⁰ R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 20, p. 302.

⁶³¹ *Id.*, p. 302.

⁶³² S.M. BAINBRIDGE, "Why a Board? Group Decision Making in Corporate Governance", préc., note 16, 12.

Dans ce cadre, un des avantages du processus décisionnel mené au sein d'une société découle notamment du fait que le groupe est certain de bénéficier des compétences du meilleur acteur décisionnel du groupe sans avoir à déléguer la prise de décision à une personne tout en ne sachant pas s'il s'agit réellement du meilleur décideur. Par ailleurs, la délégation du pouvoir décisionnel au conseil d'administration de la société a également pour effet de contrebalancer les écarts ou les erreurs des personnes qui, œuvrant en solitaires, ne considéreraient ou ne constateraient probablement pas une erreur de perception ou d'analyse des faits⁶³³. En effet, les individus qui doivent effectuer un choix sont affectés par un certain nombre de préjugés ou de fausses croyances qui peuvent les éloigner du choix le plus rationnel⁶³⁴. Ceci sera particulièrement vrai dans le cas où les individus sont à l'origine des innovations ou idées puisque naturellement, les auteurs à l'origine d'une proposition ont souvent tendance à ne plus en voir les défauts que les autres, avec leur recul, peuvent percevoir⁶³⁵. En ce sens, les membres du conseil d'administration exercent un jugement critique sur les différentes idées proposées, les évaluent et proposent des avenues alternatives puisqu'ils possèdent généralement un degré de détachement suffisant pour évaluer et surveiller dirigeants, administrateurs et divers comités.

Par ailleurs, comme la prise d'une décision éclairée au sein d'un groupe requiert la mise en commun de l'ensemble de l'information pertinente ainsi que son analyse, ceci nécessite que l'on ait recours à la mémoire collective de chacun des membres du groupe ou à la consultation d'un mécanisme d'archivage des informations. Or, ces échanges d'information entre les différents membres du conseil d'administration ou d'un comité font partie intégrante du processus décisionnel et limitent la possibilité qu'un individu

⁶³³ R.C. CLARK, préc., note 601, p. 110; S.M. BAINBRIDGE, préc., note 13, p. 210.

⁶³⁴ Cet écart entre la décision qui est prise et le choix le plus rationnel est toutefois moindre lorsque le processus décisionnel s'effectue en groupe.

⁶³⁵ S.M. BAINBRIDGE, "Why a Board? Group Decision Making in Corporate Governance", préc., note 16, 29-30.

adopte un comportement de meute⁶³⁶ en choisissant d'imiter le comportement adopté par les autres administrateurs en faisant fi de l'information qu'il détient en lien avec la décision à prendre⁶³⁷. L'adoption de cette attitude par un membre du conseil d'administration relève généralement du fait que ce dernier croit qu'il ne possède pas l'ensemble des informations nécessaires, qu'il y a asymétrie d'information, ou que la situation, par sa complexité, dépasse ses compétences et que conséquemment il est préférable de ne pas agir plutôt que d'effectuer un choix inexact⁶³⁸. Dans ce cadre, la présence d'un mécanisme permettant une décision collective permet à l'administrateur qui n'a pas confiance en son propre jugement d'appuyer la décision d'un autre membre du groupe qu'il juge mieux informé⁶³⁹.

Dans ce cadre, bien que l'analyse économique nous suggère que les individus effectuent des choix rationnels qui maximisent leurs intérêts, l'exemple du processus décisionnel au sein des sociétés ouvertes semble laisser croire que les actionnaires ne sont pas les mieux placés pour prendre la meilleure décision disponible. En effet, leur incapacité présumée à faire face à des décisions présentant un degré de complexité élevé, considérant leur difficulté à partager les informations qu'ils possèdent et qui leur permettraient d'éviter les préjugés ou les fausses croyances, est susceptible de les éloigner du choix le plus rationnel et risque conséquemment de ne pas maximiser la valeur de la société à long terme.

Cette conclusion ouvre toutefois la porte à certaines interrogations lorsque l'on observe le fonctionnement des différents regroupements d'actionnaires institutionnels qui tentent, à leur façon, d'influencer le fonctionnement des sociétés dont ils possèdent les titres. En effet, si le processus consensuel

⁶³⁶ *Id.*, 19; S.M. BAINBRIDGE, préc., note 13, p. 209.

⁶³⁷ S.M. BAINBRIDGE, "Why a Board? Group Decision Making in Corporate Governance", préc., note 16, 28.

⁶³⁸ *Id.*, 28.

⁶³⁹ *Id.*, 28.

que propose le conseil d'administration propose une solution à la rationalité limitée des acteurs individuels, il en va peut-être de même pour ces organisations d'investisseurs.

Comme nous reviendrons sur ce sujet dans la deuxième partie de notre étude, attardons-nous pour le moment à l'élément de cohérence qu'assurent les dirigeants et administrateurs au processus décisionnel.

2.1.3. La cohérence nécessaire lors de la prise des décisions

Dans le cadre des débats entourant l'attribution d'un pouvoir d'intervention plus important aux actionnaires, nombreux sont ceux qui soulignent les conséquences possibles d'une participation plus importante des actionnaires sur la cohérence du processus décisionnel⁶⁴⁰. En effet, selon certains auteurs, le risque lié à la prise de décisions contradictoires ou erratiques justifie les limitations actuelles aux droits des actionnaires et, dans ce cadre, la délégation du pouvoir décisionnel aux administrateurs et dirigeants des sociétés réduit les pertes économiques liées aux interventions d'actionnaires possédant des intérêts divergents⁶⁴¹.

Cette position s'appuie notamment sur l'idée que contrairement à la perception couramment véhiculée dans le monde économique, les actionnaires ne possèdent pas le même intérêt, soit celui de maximiser la valeur de la société et le prix des titres qu'ils détiennent. Ceci s'explique par le fait que les actionnaires possèdent des horizons d'investissement, une tolérance au risque et des croyances divergentes, ce qui influence leurs

⁶⁴⁰ J.N. GORDON, préc., note 283, 363; R.C. CLARK, préc., note 601, p. 801-803 .

⁶⁴¹ Nina WALTON, "On the Optimal Allocation of Power Between Shareholders and Managers", août 2010, USC CLEO Research Paper No. C10-12; USC Law Legal Studies Paper No. 10-13, p. 2, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=1654165>>. Selon certains auteurs, le choix de centraliser le pouvoir décisionnel entre les mains des administrateurs permet un certain arbitrage des intérêts divergents. Cette façon de faire permet un choix optimal en ce qui a trait à la stratégie qui permettra de maximiser la valeur de la société dans l'intérêt de l'ensemble des actionnaires.

préférences en ce qui concerne les objectifs financiers, les stratégies d'affaires et les projets d'investissement de la société. Or, cette absence d'unanimité et de cohérence entre les objectifs poursuivis par les différents actionnaires d'une même société risque d'entraîner des cycles néfastes pour la croissance de la valeur de la société et de nuire à son bon fonctionnement.

Par ailleurs, une autre préoccupation soulevée face à l'idée d'un interventionnisme accru des actionnaires, relève de la crainte d'un manque d'uniformité et de cohérence entre les décisions prises par les actionnaires et celles adoptées par les dirigeants de la société. En effet, il semble acquis qu'une logique interne soit nécessaire pour s'assurer d'une stratégie intégrée et cohérente qui permette une gestion efficace de la société. Or, tel que le souligne Bainbridge, une implication active des actionnaires dans le processus décisionnel d'une société est susceptible de perturber le bon fonctionnement de la gestion de la société en remettant en cause la centralisation des pouvoirs entre les mains des administrateurs et dirigeants de la société, leur autorité ainsi que la structure hiérarchique de la société⁶⁴².

En effet, en accordant un pouvoir de révision et d'intervention élargi aux actionnaires, on déplace une partie du pouvoir décisionnel entre leurs mains et conséquemment, même si ce nouveau pouvoir ne leur permet pas de se prononcer sur l'ensemble des décisions prises, on diminue le pouvoir des administrateurs et des dirigeants⁶⁴³. Or, tel que Kenneth Arrow l'indiquait : "[Accountability mechanisms] must be capable of correcting errors but should not be such as to destroy the genuine values of authority. Clearly, a sufficiently strict and continuous organ of [accountability] can easily amount to a denial of authority. If every decision of A is to be reviewed by B, then all we have really is a shift in the locus of authority from A to B and hence no

⁶⁴² S.M. BAINBRIDGE, préc. note 5, p. 25-26 de la version en ligne.

⁶⁴³ *Id.*

solution to the original problem.⁶⁴⁴ Malgré l'existence de ce risque, il demeure toutefois qu'il doit être évalué en comparaison avec les coûts d'agence découlant des comportements opportunistes des dirigeants en place et en prenant en considération (selon nous) que les mesures incohérentes sont peu susceptibles d'obtenir l'appui nécessaire à leur mise en œuvre.

2.1.4. La nécessité de constituer un mécanisme de protection contre l'opportunisme des actionnaires

Tel que l'ont rappelé certains opposants à un interventionnisme accru des actionnaires, l'attribution de pouvoirs élargis aux actionnaires risque de permettre aux actionnaires de faire usage de ces pouvoirs afin de retirer des bénéfices privés⁶⁴⁵ ou de poursuivre des intérêts sociaux ou économiques particuliers⁶⁴⁶ qui divergent des intérêts plus généraux de l'ensemble des actionnaires⁶⁴⁷. Or, encore ici, ce risque exprimé par les opposants à l'activisme actionnarial est théoriquement réduit dans un contexte où ce sont des administrateurs, guidés par les intérêts de la collectivité, qui sont ultimement responsables de la gestion de la société⁶⁴⁸. De cette façon, un autre avantage de la délégation du pouvoir aux administrateurs et dirigeants au sein d'une société relève du fait que ces derniers assurent une certaine

⁶⁴⁴ K.J. ARROW, préc., note 327, p. 78.

⁶⁴⁵ J.N. GORDON, préc., note 283, 361.

⁶⁴⁶ En effet, les actionnaires qui possèdent un portefeuille diversifié et ont accès à divers produits dérivés qui leur permettent de modifier leur risque économique sont plus susceptibles d'agir dans leurs propres intérêts plutôt que dans l'intérêt à long terme de la société dont ils détiennent les titres.

⁶⁴⁷ Notamment, ces intérêts peuvent les amener à favoriser des changements qui sont favorables à ces intérêts, mais qui ne tiennent pas compte des intérêts à long terme de la société ou de ses actionnaires dans leur ensemble. L.A. BEBCHUK, "The Case for Increasing Shareholder Power", préc., note 438, 883.

⁶⁴⁸ Cette affirmation est toutefois utopique lorsqu'une société est contrôlée par un actionnaire ou un groupe d'actionnaires puisque dans ce cas, ces derniers exercent une très grande influence sur le conseil d'administration de la société puisqu'ils ont le pouvoir de les élire ou de les destituer. Dans ce cadre, on peut croire que le conseil d'administration agira non pas dans le meilleur intérêt de l'ensemble des actionnaires de la société, mais plutôt dans le seul intérêt de ceux qui détiennent le contrôle.

protection des intérêts collectifs face aux intérêts individuels mis de l'avant par certains actionnaires⁶⁴⁹.

Ainsi, la prise de conscience par les actionnaires des diverses limitations les affectant et des risques d'abus auxquels ils font face, poussent logiquement ces derniers à déléguer leur pouvoir de gestion à des personnes qui gèrent la société dans l'intérêt de l'ensemble des membres de cette dernière, et cela, dans la perspective d'assurer une meilleure organisation des ressources au sein de la société ainsi qu'une maximisation de sa valeur à long terme. Or, afin de pouvoir réaliser cette tâche, le conseil d'administration doit toutefois posséder quatre caractéristiques essentielles⁶⁵⁰.

Tout d'abord, les membres du conseil doivent être indépendants des dirigeants de la société afin de maintenir une division fonctionnelle entre, d'une part, l'initiation et la mise en œuvre des décisions d'affaires par les dirigeants, et d'autre part, la surveillance, la ratification ainsi que le choix des dirigeants par les membres du conseil d'administration. Cette indépendance, qui doit exister au sein de la structure décisionnelle, rend les décisions qui sont prises plus objectives tout en donnant l'assurance aux actionnaires que ces décisions ne sont pas influencées par les intérêts personnels d'un des membres de la direction de la société⁶⁵¹.

En second lieu, le conseil d'administration doit théoriquement être distinct de l'ensemble des actionnaires de la société. L'importance de cette

⁶⁴⁹ S.M. BAINBRIDGE, préc., note 5, 604-605; O.H. DOMBALAGIAN, préc., note 265, 1241.

⁶⁵⁰ Reinier R. KRAAKMAN, et al., *The Anatomy of Corporate Law – A Comparative and Functional Approach*, New York, Oxford University Press, 2004, p. 11 et suiv. À titre d'illustration, si un des dirigeants est également un actionnaire important de la société et qu'il est en mesure, de par le nombre de titres ou de droits de vote qu'il est à même d'exercer, d'exercer une forme de contrôle sur l'issue des décisions, on peut difficilement affirmer que les membres du conseil d'administration sont indépendants de ce dirigeant qui détient (comme actionnaire de la société) le pouvoir de les élire ou de les destituer.

⁶⁵¹ *Id.*, p. 12.

caractéristique s'explique par une réduction des coûts liés au processus décisionnel si les administrateurs devaient consulter les actionnaires pour l'ensemble des décisions devant être prises, ainsi que la nécessité d'établir un certain contrôle sur l'influence que peut exercer un actionnaire important sur la société en désignant le groupe qui est ultimement responsable des décisions qui sont prises⁶⁵². En effet, par la délégation du pouvoir à un groupe spécifique, on accroît les chances que ces derniers agissent dans l'intérêt de la société dans son ensemble par loyauté ou tout simplement en réaction à la pression sociale et protègent cette dernière contre l'opportunisme de certains actionnaires par crainte de représailles ou afin de protéger leur image⁶⁵³.

Ensuite, cette structure décisionnelle doit en outre s'appuyer sur le fait que les membres du conseil d'administration sont responsables de leurs actes devant les actionnaires de la société qui ont théoriquement le pouvoir de les nommer et de les destituer de leur poste, puisque ce sont eux qui ultimement supportent les conséquences des décisions qui sont prises. Enfin, le conseil, en plus d'être élu par les actionnaires de la société, doit être composé de plusieurs membres à qui la loi impose un devoir de loyauté. En effet, le fait que les actionnaires n'aient pas d'obligations fiduciaires envers la société ou les autres actionnaires (à moins bien entendu qu'ils possèdent le contrôle de la société) soulève certaines réserves face à l'idée de leur accorder un plus grand pouvoir d'intervention⁶⁵⁴.

Or, tel que nous pourrions le constater dans les pages qui suivent, ces quatre critères ne sont pas toujours respectés ce qui permet à un autre type d'opportunisme d'avoir cours.

⁶⁵² *Id.*

⁶⁵³ *Id.*

⁶⁵⁴ *Id.*, p. 13.

2.2. Mesure de la latitude accordée aux dirigeants et administrateurs

Si en théorie les dirigeants de la société doivent rendre compte de leur gestion aux administrateurs, et que ces derniers sont eux-mêmes redevables envers les actionnaires qui les ont élus, en pratique, on peut fréquemment observer que les dirigeants exercent une influence qui leur permet d'agir et de bénéficier personnellement de leur position en toute impunité⁶⁵⁵. Il est en effet acquis depuis l'analyse de Berle et Means⁶⁵⁶, que le pouvoir discrétionnaire que possèdent les dirigeants permet à ces derniers de poursuivre d'autres objectifs que celui de maximiser la richesse des actionnaires⁶⁵⁶.

La littérature identifie trois sujets particuliers sur lesquels les intérêts des dirigeants et des actionnaires divergent. Tout d'abord, il est communément admis que les dirigeants peuvent facilement profiter de leur situation dans la société pour tirer parti de divers avantages et loisirs plutôt que de maximiser les efforts au bénéfice de la société et de ses actionnaires. Ensuite, comme les dirigeants possèdent un risque non diversifié en capital humain compte tenu des exigences rattachées au poste qu'ils exercent au sein d'une entreprise ainsi qu'un portefeuille essentiellement composé de titres de la société qui les emploie, ils ont tendance à réduire la prise de risque lié à la société. En effet, contrairement aux actionnaires, qui peuvent aisément diversifier leurs investissements en possédant les titres de différentes sociétés, les dirigeants doivent supporter un risque qui est directement lié à la société qu'ils gèrent ce qui crée pour eux une aversion au risque qui les fera privilégier des décisions plus sécuritaires que celles que les actionnaires auraient privilégiées. Finalement, les dirigeants ne peuvent

⁶⁵⁵ S.B. MORROW, préc., note 378, 507.

⁶⁵⁶ Ceci est particulièrement le cas lorsqu'un dirigeant est également un actionnaire qui exerce une forme de contrôle sur la société puisque l'extraction de bénéfices privés est dans ce cas facilitée de par sa position dans la société.

généralement faire valoir de droits à l'encontre de la société que durant la période où ils se trouvent à son emploi. Considérant le fait que les dirigeants ne possèdent pas d'intérêt pour les entrées d'argent qui surviennent après la fin de leur règne, les horizons temporels divergents des dirigeants et des actionnaires entraînent des perspectives différentes sur les entrées d'argents affectant l'encaisse⁶⁵⁷.

Ainsi, malgré les avantages évidents de l'approche managériale, il est allégué que celle-ci permet également le gaspillage des ressources de la société, notamment dans les cas où les dirigeants s'accrochent à leur emploi alors qu'ils n'ont pas les compétences requises pour remplir leurs fonctions, lorsqu'ils abusent de leur position pour limiter indûment les droits des actionnaires ou encore lorsqu'ils investissent des sommes astronomiques pour se défendre contre des offres publiques d'achat hostiles⁶⁵⁸.

Ces cas d'extraction de bénéfices privés seront d'autant plus importants si les dirigeants sont également des actionnaires importants de la société, ce qui est fréquemment le cas au Canada. Par ailleurs, la présence de détenteur de blocs importants d'actions au sein des sociétés, qu'ils soient dirigeants ou non, leur permettra d'imposer leurs préférences personnelles, même si ces dernières sont contraires à celles des actionnaires minoritaires créant de ce fait d'autres types de coûts d'agence.

En effet, l'importance de la participation de certains actionnaires leur permettra souvent de nommer la majorité des administrateurs composant le conseil d'administration et de ce fait de coopter la direction afin d'extraire des bénéfices privés de diverses façons. Dans ce cadre, les actionnaires dominants seront à même d'influencer l'ensemble des décisions qui seront

⁶⁵⁷ S.M. BAINBRIDGE, préc., note 600, 43.

⁶⁵⁸ A.F. CONARD, préc., note 441, 118.

prises par les dirigeants sans que les intérêts des actionnaires minoritaires ne soient pris en considération.

À la lumière de ceci, nous proposons d'examiner dans les prochaines sections certains cas spécifiques d'opportunisme.

2.2.1. La rémunération impartie

Le droit canadien des sociétés prévoit que la rémunération des dirigeants est fixée exclusivement par les administrateurs de la société qui possèdent pour ce faire toute la latitude voulue⁶⁵⁹. Dans les faits toutefois, les détails du plan de rémunération sont généralement délégués à un comité composé d'administrateurs indépendants afin de limiter les risques d'opportunisme et la réduction corrélative des profits que cela pourrait entraîner⁶⁶⁰.

Spécifiquement, l'article 3.15 de l'Instruction générale 58-201 suggère au conseil d'administration de nommer un comité de rémunération composé entièrement d'administrateurs indépendants tandis que l'article 7 de l'annexe A1 du règlement 58-101 indique pour sa part que l'information divulguée en lien avec les pratiques de gouvernance d'une société émettrice doit

⁶⁵⁹ Voir les articles 1117 L.s.a.Q., 325 C.c.Q., 120(5) et 125 L.c.s.a. R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 20, p. 334. Plusieurs mécanismes de contrôle ont toutefois été proposés afin d'encadrer la discrétion dont les administrateurs disposent en matière d'attribution de la rémunération. À titre d'illustration, pensons notamment aux comités de rémunération et à la divulgation de la rémunération et des avantages versés aux dirigeants (Règlement 51-102 annexe A6 visant à permettre aux actionnaires d'évaluer le processus de décision des sociétés en matière de rémunération).

⁶⁶⁰ Dans l'accomplissement de leurs fonctions, des rencontres régulières entre le conseil d'administration et le comité de rémunération des sociétés sont toutefois nécessaires afin de leur faire comprendre leurs perspectives sur différentes questions en matière de gouvernance, de divulgation et de rémunération des dirigeants de la société ou encore afin d'être en mesure de leur faire part de leurs commentaires sur les pratiques de gestion de la société et possiblement d'aligner les intérêts des dirigeants et administrateurs avec ceux de leurs actionnaires.

mentionner la procédure qui est suivie par le conseil d'administration⁶⁶¹ pour établir la rémunération des dirigeants⁶⁶². Dans ce cadre, l'Instruction générale 58-201 recommande notamment qu'un comité de rémunération ait la responsabilité de réviser et d'approuver les objectifs poursuivis lors de l'élaboration de la rémunération des membres de la direction, d'évaluer la performance de ces derniers en fonction de ces objectifs et de déterminer le niveau de rémunération adéquat en considération de cette évaluation⁶⁶³. En outre, le comité de rémunération doit tenter d'établir un régime de rémunération qui a pour objectif d'aligner les intérêts des dirigeants avec ceux des actionnaires⁶⁶⁴.

Dans ce contexte, l'idée qu'il est nécessaire d'avoir recours à un comité de rémunération composé d'administrateurs indépendants afin de réduire les coûts d'agence liés à la rémunération des dirigeants s'appuie sur la croyance que les administrateurs internes sont davantage conciliants avec les choix et préférences exprimés par les dirigeants compte tenu de leurs liens et affinités. En effet, selon cette vision, les membres externes sont moins susceptibles d'être influencés par les dirigeants en place et conséquemment sont plus aptes à prendre des décisions éclairées et non partisans en ce qui a trait à la fixation du traitement des membres de la direction. De plus, les membres externes ont également l'avantage de bien

⁶⁶¹ Dans ce cadre, le fait que nombre de plus en plus important de sociétés fasse appel à des conseillers externes pour établir des plans de rémunération responsables qui s'appuient sur des analyses de comparable est notamment susceptible de réduire l'influence qu'exercent les dirigeants sur leur rémunération.

⁶⁶² Dans le cas où un comité de rémunération a été mis en place, on doit également exposer ses responsabilités, ses pouvoirs et son fonctionnement. Dans le cas contraire, le paragraphe 7(b) stipule que l'on devra indiquer quelles sont les mesures qui ont été prises par le conseil d'administration pour que la rémunération soit fixée objectivement.

⁶⁶³ R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 20, p. 334-335.

⁶⁶⁴ Gian Luca CLEMENTI et Thomas F. COOLEY, "Executive Compensation Facts", NBER Working Paper Series No. 89.2010, octobre 2009, p. 6, en ligne : SSRN <<http://ssrn.com/abstract=1666822>>; I. ANABTAWI, préc., note 5, 7. Les régimes de rémunération comportent habituellement une composante fixe, sous la forme d'un salaire, lequel est complété par une composante variable destinée à faire concorder les intérêts des dirigeants avec ceux de la société en vue d'accroître la valeur de cette dernière. R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 20, p. 339; S.M. BAINBRIDGE, préc., note 612.

connaître la société (son fonctionnement et son rendement) sans toutefois avoir d'intérêts financiers liés à la décision qu'ils doivent prendre⁶⁶⁵.

Malgré la valeur de cette idée, au Québec ainsi que dans la plupart des autres provinces canadiennes, une société demeure libre de mettre en place ou non ce genre de comité. Toutefois, dans l'éventualité où une société choisit de ne pas mettre un comité de rémunération en place, le paragraphe 7(b) de l'annexe 58-101A1 stipule que la société doit divulguer quelles sont les mesures qui ont été prises par le conseil d'administration pour que la rémunération soit fixée objectivement et qu'elle corresponde aux performances économiques de la société. Or, si cette approche laxiste, basée sur l'énoncé de pratiques suggérées⁶⁶⁶, permet une plus grande flexibilité aux différents types d'entreprises, elle donne également ouverture à des possibilités d'abus.

Par ailleurs, lorsque la société possède un actionnariat concentré, la mise en place d'un comité se composant essentiellement d'administrateurs indépendants constitue une mise en scène qui vise à donner l'illusion que les droits des actionnaires sont protégés alors que la réalité est toute autre. En effet, tel que nous l'avons déjà évoqué, les administrateurs indépendants ou non siègent au conseil d'administration tant qu'ils servent les intérêts de l'actionnaire de contrôle qui a le pouvoir de les destituer au moment juger opportun. Par ailleurs, lorsque les administrateurs indépendants reçoivent un salaire imposant ainsi que de nombreux avantages indirects, on peut

⁶⁶⁵ Soulignons que malgré la valeur du principe sous-tendant la délégation des décisions ayant trait à la rémunération des dirigeants, plusieurs ont émis des doutes sur le fait que les administrateurs indépendants qui siègent à ce comité exercent leurs fonctions avec tout le détachement et l'indépendance nécessaire. Brian R. CHEFFINS et Randall S. THOMAS, "Should Shareholders Have a Greater Say Over Executive Pay?: Learning from the U.S. Experience", (2001) 1 *J. Corp. L. Stud.* 277, p. 25 de la version en ligne, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=268992>>.

⁶⁶⁶ Dans ce cadre, les émetteurs assujettis doivent fournir certains renseignements sur leur comportement en matière de gouvernance et décrire les mesures mises en place pour tendre vers l'objectif visé en cas de non-respect des principes de bonne gouvernance énoncés.

légitimement se questionner sur la valeur de l'indépendance de leur jugement dans le cadre de l'exercice de leurs fonctions⁶⁶⁷.

Malgré la valeur mitigée des différents régimes de rémunération élaborés, ce sont les régimes d'options d'achat d'actions⁶⁶⁸ qui ont connu la plus grande popularité au cours des dernières années⁶⁶⁹. En effet, il est présumé qu'un dirigeant, qui désire poursuivre un projet, qui bien que dans son intérêt personnel a des incidences négatives sur la société, y réfléchira à deux fois avant de le mettre en œuvre s'il subit également certaines pertes liées à une détention importante de titres de la société⁶⁷⁰. Néanmoins, malgré la justification théorique sous-tendant l'adoption de ces régimes, ces derniers ont été la cible de nombreuses critiques dans les dernières années, principalement en raison de l'absence de cohésion perçue entre la rémunération des cadres supérieurs et le rendement de l'entreprise ainsi que de par l'apparence de conflits d'intérêts des administrateurs⁶⁷¹.

⁶⁶⁷ À titre d'illustration de ceci, pensons notamment au cas du président du conseil d'administration de Magna qui recevait 300 000 \$ en salaire annuel auquel s'ajoutaient des options d'achat d'actions (qui lui ont permis de retirer un salaire global de 800 000 \$). Néanmoins, la réglementation et la jurisprudence considérera que les administrateurs sont généralement indépendants malgré cette influence exercée par l'actionnaire dominant. Jeffrey G. MacINTOSH, "Some Reflexions on Magna and Dual Class Share Structures", *Dual Class Share Event*, Preliminary Discussion Draft, 14 février 2011, p. 24, en ligne : Capital Market Institute <<http://www.rotman.utoronto.ca/cmi/details.aspx?ContentID=222>>.

⁶⁶⁸ Régimes qui permettent aux bénéficiaires de souscrire à un certain nombre d'actions de la société durant une période déterminée pour un prix donné.

⁶⁶⁹ Récemment, on a toutefois pu observer aux États-Unis une perte de popularité des régimes d'option d'achat d'actions qui semblent céder le pas au régime d'octroi d'actions soumises à des restrictions. Carola FRYDMAN et Dirk JENTER, "CEO Compensation", mars 2010, Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper No. 77, p. 7, en ligne : SSRN <<http://ssrn.com/abstract=1582232>>.

⁶⁷⁰ I. ANABTAWI, préc., note 5, p. 7 de la version en ligne. L'impact des plans de rémunération sera toutefois différent selon qu'il s'agit d'un dirigeant professionnel ou d'un dirigeant qui est également un des fondateurs de la société qui exerce possiblement une très grande influence sur la rémunération des membres de la direction et qui est affecté dans un moindre degré par les fluctuations du prix des titres. G.L. CLEMENTI et T.F. COOLEY, préc., note 664, p. 7.

⁶⁷¹ Il ne fait aucun doute que le fait que la rémunération des dirigeants se soit accrue considérablement dans les dernières années et que les émoluments accordés à ces derniers constituent un élément central de la gouvernance des sociétés ouvertes au Canada et dans le monde ont participé à ce questionnement. Notamment, un rapport récent portant sur le salaire versé aux 100 dirigeants les mieux payés en 2008 indiquait que ces derniers

En effet, lorsque les marchés boursiers sont à la hausse, les investisseurs ne se soucient guère de l'importance de la rémunération attribuée aux dirigeants des sociétés puisque cette dernière constitue, en principe, un incitatif pour ces derniers à maximiser la valeur de la société dans l'intérêt des actionnaires et des diverses parties prenantes⁶⁷². Pourtant, tel que la débâcle financière du début des années 2000 nous l'a appris, la rémunération octroyée peut également faire en sorte que les intérêts des dirigeants et des actionnaires divergent. Les manœuvres financières⁶⁷³ afin d'augmenter la valeur des titres de la société et d'avantager les dirigeants rémunérés sous forme d'options d'achat⁶⁷⁴ peuvent dans ce contexte rompre

avaient gagné en moyenne 7.3 millions de dollars ce qui représente 174 fois le salaire gagné par le travailleur canadien moyen durant la même période (le salaire moyen était de 42 305 \$). D'autre part, la rémunération moyenne pour les hauts dirigeants a dépassé l'inflation de 70 % entre 1988 et 2008, alors que durant la même période les travailleurs canadiens gagnant le salaire moyen ont perdu six pour cent par rapport au taux d'inflation entraînant conséquemment une baisse de leur pouvoir d'achat. La moyenne salariale des hauts dirigeants canadiens a de quoi surprendre avec ce qui a pu être observé sur les marchés et dans l'économie en 2008. Ces statistiques vont par ailleurs dans le même sens que d'autres études canadiennes. Voir notamment, S.D. CHOWDHURY et E.Z. WANG, préc., note 134, 32 (note 1): « A KPMG (1995) study of 239 companies listed on the TSE found that total CEO pay increased by 18 % in 1994, whereas according to Statistic Canada, the average pay of unionized workers rose only by 1,8 % during the same year. After about 10 years, according to a survey done by the *Globe and Mail* in 2003, Canada's top executives received an average 30 % increase in bonuses, whereas their base salaries increased by 6,3 %. By contrast, the Canadian workers' annual wage averaged \$36,200 in 2003. Moreover, the same survey revealed that CEO compensation average about 8,3 % more in 2003 than in 2002. » Comparativement, certaines statistiques états-uniennes indiquent que durant l'année financière 2005 les chefs de direction de 1400 sociétés ouvertes importantes gagnaient en moyenne 13.51 millions en salaire. Ce résultat était de 16 % supérieur au salaire moyen gagné durant l'année financière 2004. Stephen Bainbridge fait également état d'un rapport indiquant qu'en 1991, le chef de la direction gagnait en moyenne 140 fois le salaire versé à un salarié moyen et que ce ratio était de 500 pour 1 en 2003. S.M. BAINBRIDGE, préc., note 600, 42. Voir également R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 20, p. 334.

⁶⁷² Dans le cas où la rémunération des dirigeants est liée à la rentabilité annuelle de la société, on suppose que ces derniers chercheront à maximiser la valeur de la société puisqu'ils auront également une motivation personnelle les poussant à le faire. Raymonde CRÊTE, « La rémunération excessive des dirigeants d'entreprise et le contrôle judiciaire comme instrument de gouvernance », (2004) 45 *C. de D.* 409, 411.

⁶⁷³ Notamment par le report de l'inscription de dépenses à des exercices futurs, l'enregistrement de revenus fictifs et l'omission de certaines opérations afin de profiter d'une hausse de la valeur des actions.

⁶⁷⁴ « Comme le révèlent les analyses portant sur les scandales financiers, les mesures incitatives axées sur le rendement peuvent également encourager les manipulations comptables et la projection de résultats financiers trop optimistes et permettre ainsi aux dirigeants de profiter d'une hausse appréciable, bien qu'elle soit artificielle, du prix des actions au moment de l'exercice de leurs options. » R. CRÊTE, préc., note 672, 413-414; R.

l'équilibre entre la nécessité de réduire les coûts d'agence et de maximiser la valeur de la société dans l'intérêt des actionnaires et l'importance de la rémunération qui doit être accordée aux dirigeants pour les inciter à agir en ce sens⁶⁷⁵.

Si la rémunération doit permettre à une entreprise d'être compétitive⁶⁷⁶, le processus menant à la détermination de la rémunération des dirigeants doit tout de même être empreint de modération. Elle doit pousser les dirigeants en place à atteindre des objectifs de rentabilité de l'entreprise et tenir compte des préoccupations des actionnaires. Malgré cela, certains critiques de cette façon de faire ont fait valoir que le fait de lier la rémunération des dirigeants à la performance de la société ne réduit en rien le problème d'agence puisque le mécanisme menant au choix de la rémunération accordée aux dirigeants représente lui-même un problème d'agence entre les dirigeants et les actionnaires et que, dans ce cadre, l'absence d'une possibilité réelle pour les actionnaires de se prononcer sur la rémunération accordée perpétue des possibilités d'abus de la part des dirigeants.

CRÊTE, préc., note 314, 212. Par ailleurs, certains auteurs ont souligné que les mesures incitatives sous la forme d'une attribution d'options d'achat d'actions peuvent porter atteinte aux intérêts des actionnaires en raison de l'effet de dilution que peut engendrer l'exercice des options. Ce constat a d'ailleurs amené la Bourse de New York ainsi que la Bourse de Toronto à accorder un droit de regard aux actionnaires sous la forme de la tenue d'un vote approuvant la mise en place de ce type de mesures. R. CRÊTE, préc., note 672, 415.

⁶⁷⁵ En effet, soulignons que si le discours basé sur la théorie de l'agence prétend que l'objectif principal dans la détermination de la rémunération des dirigeants est d'aligner les intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires, le discours basé sur les ressources humaines allègue plutôt que la rémunération a pour objectif d'attirer, de motiver et de retenir des personnes expérimentées et compétentes pour combler les postes de dirigeants.

⁶⁷⁶ En effet, le marché externe de l'emploi pour les dirigeants exerce différentes pressions afin que les dirigeants soient rémunérés en fonction de la performance de la société. Selon Fama, puisque les sociétés sont continuellement à la recherche de nouveaux dirigeants, ces derniers se préoccupent généralement de la manière dont leur performance sera évaluée ainsi que sur la communication au marché de cette performance. Or, l'importance de la rémunération accordée constitue un mécanisme qui joue ce rôle important pour les dirigeants puisque normalement cette dernière est directement liée aux succès et déboires de la société qu'ils gèrent. Ainsi, dans l'éventualité où la société est mal gérée, le prix des actions reflète cette situation et le marché de l'emploi pour les dirigeants reçoit cette information et incorpore cette évaluation. De fait, il est présumé qu'une société qui ne rémunère pas ses dirigeants sur la base de leur performance perdra ses meilleurs candidats puisque ces derniers investiront de manière importante dans ce à quoi on peut référer par l'expression « capital-humain ». E.F. FAMA, préc., note 60, 292-293.

En outre, les professeurs Bebchuk et Fried, qui ont largement influencé les débats entourant les salaires des dirigeants avec leur traité intitulé *Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*⁶⁷⁷, ont fait valoir que les administrateurs, y compris ceux qui sont présumés être indépendants des dirigeants⁶⁷⁸, ont tendance à acquiescer à des plans de rémunération qui accordent des avantages indus aux dirigeants (c.-à-d. des montants auxquels ils n'auraient pas eu droit s'ils avaient négocié leur rétribution avec des administrateurs totalement indépendants)⁶⁷⁹.

En effet, selon Fried et Bebchuk, une fois élus, les administrateurs souhaitent généralement conserver leur siège et éventuellement être réélus. Or, malgré la mise en place d'un comité de sélection qui réduit théoriquement l'influence qu'exercent les dirigeants sur le choix des candidats, ces derniers possèdent malgré tout une influence indéniable qui peut inciter les administrateurs à accorder des privilèges particuliers à ces derniers afin de préserver leur poste. Par ailleurs, ce désir de ne pas nuire à la relation qui se crée entre les membres de la société s'explique par les sentiments de loyauté et d'affection, de même que par l'esprit d'équipe et de collégialité qui sont généralement présents au sein d'une société et qui se crée généralement dans le cadre d'une relation à long terme⁶⁸⁰.

⁶⁷⁷ Lucian BEBCHUK et Jesse FRIEDMAN, *Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Harvard University Press, 2004.

⁶⁷⁸ U. RODRIGUES, préc., note 28, 255.

⁶⁷⁹ L. A. BEBCHUK et J.M. FRIEDMAN, préc., note 677; S.M. BAINBRIDGE, préc., note 600, 43-44; Edward J. ZAJAK et James D. WESTPHAL, "Accounting for the Explanations of CEO Compensation: Substance and Symbolism", (1995) 40 *Administrative Science Quarterly* 283; Denis CHÉNEVERT, La rémunération des dirigeants et la performance organisationnelle : présence ou absence de lien? , (février 2001), Centre de recherche en gestion, Document de travail 05-2001, en ligne : <<http://neumann.hec.ca/pages/denis.chenevert/05-2001.pdf>>; Jie CAI et Ralph A. WALKLING, "Shareholders' Say on Pay: Does It Create Value?", (2011) 46 *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 299, p. 2 de la version en ligne, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=1030925>>; S.M. BAINBRIDGE, préc., note 600, 43-44; S.M. BAINBRIDGE, préc., note 612.

⁶⁸⁰ S.M. BAINBRIDGE, préc., note 600, 43-44; S.M. BAINBRIDGE, préc., note 612.

Cette situation s'explique également par le besoin de validation consensuelle qui fait en sorte que les dirigeants ont généralement tendance à s'entourer de personnes qui leur ressemblent et qui ont une certaine compatibilité d'idées et de caractère. Or, tel que Westphal et Zajac l'ont établi, ces ressemblances (par exemple, l'âge⁶⁸¹, le secteur d'activité économique et le niveau de scolarité) entre les membres du conseil d'administration et les membres de la direction influencent la rémunération qui est attribuée aux dirigeants⁶⁸². Spécifiquement, toujours selon eux, plus il y a de similitude entre ces deux groupes, moins la rémunération des dirigeants risque d'être liée à la performance de la société⁶⁸³ puisque les administrateurs « compatibles » seront moins enclins à remplir leurs obligations d'évaluer le rendement des dirigeants, de les pénaliser à la suite d'une mauvaise performance de la société et de prendre les décisions qui s'imposent en lien avec leur rémunération, et cela, dans le meilleur intérêt des actionnaires⁶⁸⁴.

Cependant, malgré l'importance accordée à l'ouvrage de Bebchuk et Fried, soulignons qu'un certain nombre d'études sont venues contredire les conclusions de ces deux illustres professeurs. Notamment, une étude menée par Xavier Gabaix et Augustin Landier a démontré que l'augmentation de la rémunération des dirigeants de 1980 à 2003 peut être attribuée à la croissance de la capitalisation des grandes sociétés états-

⁶⁸¹ Une étude a d'ailleurs validé l'hypothèse selon laquelle une similarité entre l'âge des administrateurs et celui du chef de la direction influence positivement la rémunération de ce dernier. Sylvie ST-ONGE, Michel MAGNAN et Yann CALLOC'H, « Conseils d'administration et rémunération des dirigeants d'entreprise au Canada : Une perspective politique », (2001) 18(2) *Revue canadienne des sciences de l'administration* 57, 71.

⁶⁸² E.J. ZAJAC et J.D. WESTPHAL, préc., note 679; voir au même effet, Michel MAGNAN, Sylvie ST-ONGE et Yann CALLOCHE, "Power Games", (1999) 63(3) *Ivey Business Journal* 38.

⁶⁸³ M. MAGNAN, S. ST-ONGE et Y. CALLOC'H, préc., note 681; MÉDAC, *Étude de l'UQAM sur la rémunération des dirigeants pour le compte de l'APÉIQ*, p. 6, en ligne : MÉDAC <<http://www.medac.qc.ca/documentspdf/documentation/etudesrapports/Remuneration-des-dirigeants-etude-UQAM-pour-le-compte-de-lAPEIQ.pdf>>; D. CHÉNEVERT, préc., note 679.

⁶⁸⁴ S. ST-ONGE, M. MAGNAN et Y. CALLOC'H, préc., note 681.

uniennes⁶⁸⁵ et qu'il existe par ailleurs un lien étroit entre l'importance de la rémunération attribuée aux dirigeants et la taille de la société ayant retenu les services de ces derniers. De même, certains ont affirmé que l'importance de la rémunération des dirigeants œuvrant au sein de sociétés de taille plus importante s'explique par le fait que ces dernières sont plus complexes et que, conséquemment, elles demandent une plus grande expertise de la part des gens qui y travaillent⁶⁸⁶. Cette explication, qui justifie la nécessité d'accorder une rémunération compétitive de par le fait que cela permet à une société d'embaucher et de retenir des gestionnaires talentueux, s'appuie en partie sur la théorie des marchés où la rareté des ressources en accroît la valeur lorsque la demande ne diminue pas. Par ailleurs, comme les sociétés de grande taille (selon l'importance de leur chiffre d'affaires) possèdent généralement des ressources financières plus importantes, elles sont en mesure de verser un salaire plus élevé afin d'attirer les meilleurs éléments.

En outre, tel que Bainbridge l'a fait valoir à de nombreuses reprises, le fait que la question de la rémunération des dirigeants des sociétés ouvertes se pose tant dans les sociétés à actionnariat dispersé que dans celle où l'actionnariat est concentré indique possiblement que cette question s'explique d'une autre manière que par une situation d'abus de la part des dirigeants. En effet, selon lui, il existe peu de différences entre les pratiques en matière de rémunération au sein des sociétés qui possèdent un actionnariat dispersé et celles qui existent dans les sociétés qui possèdent un actionnaire de contrôle. Or, pour quelle raison un actionnaire détenant une partie importante des titres d'une société laisserait un dirigeant tirer profit de sa situation à son détriment en tolérant un plan de rémunération lui allouant des avantages importants? En réponse, à cette question,

⁶⁸⁵ Xavier GABAIX et Augustin LANDIER, "Why Has CEO Pay Increased So Much?", (2008)123 *Quarterly Journal of Economics* 49, p. 2 et 3 de la version en ligne, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=901826>>.

⁶⁸⁶ Voir notamment, E.J. ZAJAC et J.D. WESTPHAL, préc., note 679; S. ST-ONGE, M. MAGNAN et Y. CALLOC'H, préc., note 681, 72; D. CHÉNEVERT, préc., note 679.

Bainbridge soumet qu'il en va de l'intérêt probablement de l'intérêt de l'actionnaire dominant ainsi que de celui de l'ensemble des actionnaires puisque la rémunération accordée permet sans doute d'atteindre un objectif de maximisation la valeur de la société⁶⁸⁷.

Bien que cette logique semble à première vue valable, elle fait toutefois abstraction du fait que les actionnaires de contrôle font bien souvent partie de la haute direction de la société et que le versement d'une rémunération importante constitue une forme de bénéfice privé ce qui n'est pas dans le meilleur intérêt de la société et des ses actionnaires minoritaires. De ce fait, si la plupart des sociétés prétendent avoir recours à la performance de la société pour fixer le niveau de rémunération de leurs dirigeants, il semble à la lumière des différentes études ayant été menées que la taille des sociétés, la structure de l'actionnariat de la société et le pouvoir décisionnel du conseil d'administration et l'influence exercée par les dirigeants sur les différents administrateurs sont susceptibles de jouer un rôle non négligeable dans l'élaboration du plan de rémunération des dirigeants.

2.2.2. La liberté d'imposer leur calendrier aux actionnaires

La nature des questions qui sont abordées lors des assemblées d'actionnaires est déterminée par la législation applicable ainsi que par les objectifs poursuivis par les dirigeants et administrateurs⁶⁸⁸ et les échéanciers qu'ils se fixent⁶⁸⁹. Ce pouvoir de détermination accorde aux dirigeants et administrateurs un pouvoir d'influence qui leur confère un avantage

⁶⁸⁷ S.M. BAINBRIDGE, préc., note 600, 44.

⁶⁸⁸ Par ailleurs, lorsqu'une société sera en présence d'un actionnaire dominant, ce dernier pourra influencer les grandes orientations de la société et dicter le sens des décisions importantes qui devront être prises.

⁶⁸⁹ B.S. BLACK, "Shareholder Passivity Reexamined", préc., note 6, 524 et 592; B.S. BLACK, "Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice", préc., note 6, 825.

indéniable sur les actionnaires lorsqu'ils désirent apporter certains changements au sein de la société.

À titre d'illustration de l'importance de cet extraordinaire pouvoir décisionnel, citons l'exemple de l'autorité que peuvent exercer les dirigeants d'une société en lien avec les questions sur lesquelles les actionnaires peuvent se prononcer lors de l'assemblée d'actionnaires⁶⁹⁰, ainsi qu'à leur autorité en ce qui a trait à la manière et au moment où elles seront soumises. En effet, le contrôle que les dirigeants peuvent exercer sur les questions présentées leur permet, lorsqu'ils souhaitent par exemple s'assurer du soutien des actionnaires en lien avec une proposition visant la mise en place d'une mesure défavorable (ou risquant d'être perçue comme telle par les actionnaires), de jumeler cette mesure à une proposition qui risque d'être perçue plus favorablement par les actionnaires (par exemple l'annonce du versement d'un dividende) afin d'améliorer leur chance d'obtenir l'appui nécessaire⁶⁹¹.

De plus, comme les dirigeants en place possèdent le privilège de déterminer à quel moment ils présenteront une proposition visant un changement, ils pourront choisir le moment le plus propice considérant le contexte afin de maximiser leur chance d'obtenir le résultat souhaité lors du vote. En effet, les dirigeants ont fréquemment recours à des experts en matière de sollicitation de procuration afin d'évaluer les chances qu'une proposition obtienne le soutien des actionnaires, puisque si le contexte s'avère

⁶⁹⁰ Outre les cas où il y a une proposition d'actionnaires ou une bataille de procuration, les actionnaires, bien qu'ils aient théoriquement le pouvoir d'élire les membres du conseil d'administration, ne peuvent généralement voter qu'en faveur des candidats proposés par les dirigeants ou encore s'abstenir d'exercer leur droit de vote en cette matière. B.S. BLACK, "Shareholder Passivity Reexamined", préc., note 6, 592.

⁶⁹¹ Dans ce cadre, les dirigeants parient que le gain découlant de la mesure d'adoucissement fera oublier la perte qu'entraîne l'autre mesure qu'ils souhaitent instaurer et qu'ils obtiendront le soutien nécessaire pour les deux mesures proposées. J.C. COFFEE, préc., note 459, 1327.

défavorable pour l'adoption d'une mesure une année, les dirigeants pourront retarder sa présentation et la soumettre seulement lors d'une assemblée annuelle suivante.

De même, les dirigeants détiennent, dans une certaine mesure, le pouvoir de retarder ou de devancer le moment où se tient l'assemblée d'actionnaires afin d'être en mesure de convaincre les actionnaires les plus influents⁶⁹² de la valeur de leur position ou encore d'empêcher des actionnaires ayant eux-mêmes effectué une proposition de solliciter le soutien d'autres actionnaires⁶⁹³.

Rappelons par ailleurs que dans ce cadre, ils détiennent notamment le pouvoir de dépenser les sommes qu'ils jugent nécessaires pour promouvoir leur position à même les coffres de la société⁶⁹⁴ et qu'ils peuvent, dans l'éventualité où le vote n'est pas confidentiel, évaluer le soutien obtenu en examinant le sens dans lequel les votes sont exercés et éventuellement modifier ou retirer une proposition qui n'obtient pas le soutien voulu⁶⁹⁵.

Enfin, si le contrôle qu'exercent les dirigeants est moindre lorsque ce sont les actionnaires qui effectuent une proposition, puisqu'ils perdent dans ce contexte l'avantage de la manière et du moment où ils ont à faire face à la proposition, ils conservent néanmoins un avantage significatif sur la procédure. Le fait qu'ils puissent évaluer le soutien des actionnaires par le calcul des votes entrants leur donne un avantage informationnel certain qui leur permet d'accroître, si cela s'avère nécessaire, les efforts pour solliciter

⁶⁹² Par exemple pour convaincre certains actionnaires institutionnels influents lors qu'un changement nécessite l'appui de la majorité des actionnaires minoritaires de la société.

⁶⁹³ Bernard S. BLACK, "Shareholder Passivity Reexamined", préc., note 6, 595.

⁶⁹⁴ *Id.*, 592.

⁶⁹⁵ *Id.*, 593; B.S. BLACK, "Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice", préc., note 6, 825.

l'appui des actionnaires, ou encore tenter pour établir un compromis afin d'amener l'instigateur à retirer sa proposition⁶⁹⁶.

2.2.3. Les cas d'abus liés aux opérations particulières réalisées en dehors du cours des affaires de la société

Lorsqu'une offre publique est déclenchée sans l'accord des dirigeants, il est normalement considéré que l'opération est inamicale ou hostile. Afin de se prémunir contre ce type de situation, certaines sociétés mettent en place différents mécanismes de défense visant à frustrer les offrants potentiels dans leur démarche d'acquisition⁶⁹⁷. Ces mesures, qui se sont vu attribuer des appellations colorées telles que « pilules empoisonnées » ou encore « parachutes dorés », ne sont toutefois pas sans conséquence.

En effet, si certains mécanismes de défense visent à majorer le coût d'acquisition du capital social et à protéger la société contre des offres publiques non sollicitées⁶⁹⁸, d'autres ne sont destinés qu'à défendre les

⁶⁹⁶ B.S. BLACK, "Shareholder Passivity Reexamined", préc., note 6, 595. Une étude récente menée par le professeur Listokin semble démontrer que l'exercice démocratique qui vise à permettre aux actionnaires de se prononcer sur diverses propositions ne reflète pas complètement la pensée des actionnaires compte tenu de l'influence qu'exercent les dirigeants sur le résultat du vote. Grâce à cette information sur les résultats entrants, les dirigeants, à l'approche de l'assemblée annuelle, pourront exercer des pressions sur les actionnaires n'ayant pas exercé leur droit de vote ou sur les actionnaires qui sont susceptibles de changer d'idée afin de s'assurer d'une victoire lorsque les résultats s'annoncent serrés. Or, l'exercice du pouvoir d'influence que possèdent les dirigeants risque de décourager les opposants aux résolutions de se manifester ou de tenter des manœuvres visant à faire échouer l'adoption d'une mesure qu'ils jugent néfaste pour la société. Yair LISTOKIN, "Management Always Wins the Close Ones", (2008) 10 (2) *American Law and Economics Review* 159, en ligne : SSRN <<http://ssrn.com/abstract=1318090>>.

⁶⁹⁷ Rappelons toutefois que la concentration des titres et du droit de vote qu'ils accordent permet d'affaiblir le pouvoir disciplinaire du marché des prises de contrôle puisque les offres qui sont effectuées peuvent dans tous les cas être bloquées par l'actionnaire ou les actionnaires détenant le contrôle ce qui peut réduire la pertinence de l'adoption de mécanismes de défense.

⁶⁹⁸ En effet, si les mesures défensives ont généralement pour but de décourager le lancement d'une offre hostile (ou de la faire avorter) en la rendant plus coûteuse et difficile à réaliser, elles peuvent également viser à pousser l'initiateur à améliorer les conditions de son offre ou encore entraîner la proposition d'offres concurrentes. K.P. McGUINNESS,

dirigeants et administrateurs contre les effets d'une tentative de prise de contrôle et nuisent au bon fonctionnement d'une mesure⁶⁹⁹ qui permet aux actionnaires de sanctionner une mauvaise performance de la direction en place⁷⁰⁰. Or, si la législation applicable accepte la mise en place de mesures défensives en cas d'offre publique afin de permettre aux administrateurs de protéger les intérêts des actionnaires⁷⁰¹, l'on requiert généralement que ces

préc., note 328, p. 964. Cela découle de l'idée que les dirigeants et administrateurs possèdent de l'information privée et confidentielle, en ce qui a trait notamment aux perspectives ainsi qu'à la direction stratégique de la société, qui n'est pas intégrée dans la valeur des titres telle qu'observée sur les marchés boursiers. Or, cette valeur cachée qui est connue par les dirigeants et administrateurs peut justifier que ces derniers prennent des mesures pour contrer une offre qui est inadéquate. S. ROUSSEAU et P. DESAILLIERS, préc., note 290, p. 86-87.

⁶⁹⁹ En effet, les postes des dirigeants et administrateurs de la société cible sont menacés par l'offre publique d'achat, étant donné que l'acquéreur remplace généralement l'équipe de direction en place puisque la raison même d'une offre est que l'acquéreur juge que la société peut être gérée de manière plus efficiente. Cette situation place la direction de la société dans une position où ils sont en conflit d'intérêts puisque bien qu'ils aient l'obligation d'agir dans le meilleur intérêt des actionnaires, ils souhaiteront également préserver leur poste. S. ROUSSEAU et P. DESAILLIERS, préc., note 290, p. 22-23, 30-31, 74. Malgré des illustrations éloquentes des coûts engendrés par la mise en place de mesures défensives, certains auteurs ont prétendu que les ressources d'une entreprise sont moins sujettes au gaspillage si elles sont utilisées pour mettre en place différents mécanismes de protection contre les offres d'achat non sollicitées que si elles font l'objet d'une offre d'achat. En effet, selon ces derniers, les offres d'achat entraînent fréquemment un surendettement de l'entreprise visée ainsi que la liquidation des actifs sans considération pour l'avenir de la société. A.F. CONARD, préc., note 441, 124; Frank H. EASTERBROOK et Daniel R. FISCHER, "The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer", (1981) 94 *Harv. L.Rev.* 1161; Frank H. EASTERBROOK et Daniel R. FISCHER, "Takeover Bids, Defensive Tactics and Shareholders' Welfare", (1981) 36 *Bus. Law.* 1733; Frank H. EASTERBROOK et Gregg A. JARRELL, "Do Targets Gain from Defeating Tender Offers?", (1984) 59 *N.Y.U.L.Rev.* 277; Gregg A. JARRELL, "The Wealth Effects of Litigation by Targets: Do Interests Diverge in a Merge?", (1985) 28 *J.L. & Econ.* 151.

⁷⁰⁰ Tel que Naizam Kanji le rappelait : « The market for corporate control is the arena in which alternative management teams compete for the right to manage corporate resources. This competition among management teams is an external monitoring and disciplining device that is capable of displacing current management when there is a significant breakdown in its internal control systems. » Naizam KANJI, "Business (Mis) Judgment: Corporate Governance and the Role of Courts and Securities Regulators in Reviewing Target Defensive Tactics", dans Poonam PURI et Jeffrey LARSEN, "Corporate Governance and Securities Regulation in the 21st Century", LexisNexis, Marham, 2004, p. 217, à la page 222.

⁷⁰¹ Dans le cadre d'une offre publique d'achat, le conseil d'administration doit jouer un rôle de surveillant des intérêts des actionnaires et des diverses parties prenantes et prendre position face à cette démarche en formulant une recommandation aux actionnaires. Lors de l'évaluation du contexte, de l'offre et des réponses possibles, les administrateurs doivent porter le même jugement indépendant et informé sur la situation que celui qu'ils ont lorsqu'il effectue l'analyse des occasions d'affaires pouvant se présenter à la société et éviter une réponse défensive non justifiée. Cette obligation qui est faite aux administrateurs d'agir dans le meilleur intérêt des actionnaires découle de la théorie de la primauté des actionnaires que

derniers participent au processus d'adoption de cette mesure en votant sur sa pertinence afin de préserver le libre jeu des offres et des surenchères.

Le fait que la direction ait la possibilité de mettre en place des mesures défensives afin de protéger la direction en place (plutôt que de protéger la valeur des actions de la société), empêche la création d'un marché aux enchères concurrentielles ce qui risque de diminuer la protection des intérêts des actionnaires en les privant du versement d'un bénéfice important ce qui justifie l'obtention de leur accord. Lorsque la mesure défensive n'a plus pour objectif de bonifier l'offre ou de rechercher une alternative plus avantageuse, cette dernière perd toutefois sa raison d'être et doit être retirée afin de permettre aux actionnaires d'exercer leur libre arbitre face à l'offre qui leur est faite et cela même si la stratégie de défense avait initialement reçu l'approbation d'une majorité d'actionnaires⁷⁰².

Ainsi, malgré que les mesures défensives participent à l'exercice des fonctions de gardien des intérêts de la société que doivent exercer les administrateurs⁷⁰³, elles représentent un risque d'abus découlant de la situation de conflit d'intérêts dans laquelle se retrouve la direction d'une société cible. Ce conflit d'agence oblige, encore ici, à établir la limite entre le

nous avons explorée plus tôt. Notamment, l'article 2.17 du *Règlement 62-104 sur les offres d'achat et de rachat*, en ligne : AMF <<http://www.lautorite.qc.ca/files//pdf/reglementation/valeurs-mobilieres/62-104/2011-01-01/2011jan01-62-104-vadmin-fr.pdf>> prévoit que le conseil d'administration d'une société visée par une offre publique d'achat doit évaluer les conditions de l'offre publique d'achat et inclure dans la circulaire des administrateurs une recommandation relativement à l'offre qui est faite. Cette recommandation est par ailleurs accompagnée de divers renseignements qui sont destinés à aider les actionnaires à prendre une décision éclairée relative à l'offre qui est faite. K.P. McGUINNESS, préc., note 328, p. 964. Ils doivent respecter leurs devoirs généraux d'agir avec prudence et diligence, intégrité et bonne foi et cela dans le meilleur intérêt de la société. (art. 122 L.c.s.a. et 119 al. 2 L.s.a.Q., 322-323 C.c.Q.). *Teck Corp. c. Millar*, (1972), [1973] 33 DLR (3d) 288 (BCSC); *Rogers Communications inc. c. MacLean Hunter Ltd*, (1994) 2 C.C.L.S. 233 (Ont. Gen. Div.).

⁷⁰² *Icahn Partners LP c. Lions Gate Entertainment Corp.*, 2010 BCSEC COM 233, 27 juillet 2010, en ligne BCSC: <<http://www.bcsc.bc.ca/comdoc.nsf/comdoc.nsf/webpolicies/5263638245E4A4718825776D005835BE?OpenDocument>>

⁷⁰³ En effet, les administrateurs sont en droit de s'opposer à une offre publique qui n'est pas dans l'intérêt collectif des actionnaires, par exemple lorsque le prix offert est trop bas.

pouvoir décisionnel des administrateurs et des dirigeants et le pouvoir de surveillance et d'intervention des actionnaires⁷⁰⁴.

Par ailleurs, lorsqu'une société possède un actionnaire de contrôle, la présence d'une mesure défensive, qu'il pourra maintenir une place s'il détient une majorité des titres en circulation, permet à ce dernier d'orienter l'opération de vente de la société avec le concours des dirigeants⁷⁰⁵. Dans ce cadre, l'importance de sa participation lui permettra également d'influencer le choix de l'offrant ou du type d'offre puisque son appui sera généralement crucial à la réussite de toute transaction. En effet, l'actionnaire dominant (appuyé par les dirigeants et administrateurs sur lesquels il exerce son influence) a la liberté de favoriser l'opération qui est la plus favorable à ses intérêts puisque sa décision de vendre ses titres ou non est décisive⁷⁰⁶. Une illustration de ceci nous est fournie par l'affaire *Maple Leaf*, où un changement de contrôle était envisagé. En effet, dans cette affaire la famille Schneider qui détenait le contrôle de la société avait notamment indiqué au comité spécial en charge d'étudier les offres le type de proposition qu'elle était prête à considérer (qui avait d'ailleurs été retenue) et cela, sans considération pour l'offre qui était la plus favorable aux intérêts de la société et de ses actionnaires minoritaires.

Outre le risque d'opportunisme que présente l'influence de l'actionnaire de contrôle dans le processus de négociation menant à un changement de contrôle, d'autres mécanismes permettent à ce dernier d'extraire des bénéfices privés dans le cadre d'une opération particulière. Une de ces façons consiste à transférer les actifs de la société vers une autre société, au moyen de transactions entre sociétés appartenant à un même groupe. En effet, l'objectif de ce type de transaction est essentiellement de transférer

⁷⁰⁴ S. ROUSSEAU et P. DESAILLIERS, préc., note 290, p. 67.

⁷⁰⁵ Voir à titre d'illustration de ceci, l'affaire *Maple Leaf Foods Inc. c. Schneider Corp.*, (1998) 42 O.R. (3d) 177 (C.A.).

⁷⁰⁶ S. ROUSSEAU et P. DESAILLIERS, préc., note 287, p. 94.

des richesses vers une société où les droits de propriété des principaux actionnaires sont plus élevés. Malgré la présence réelle du danger d'extraction de bénéfices privés lors de ce type d'opération, il demeure que la réglementation⁷⁰⁷ prévoit certaines mesures, dont l'approbation de ce type de transaction par une majorité d'actionnaires minoritaires, afin de pallier ce risque⁷⁰⁸.

2.2.4. Le contrôle exercé sur la diffusion de l'information pertinente

Le droit des sociétés ainsi que le droit des valeurs mobilières obligent les dirigeants et administrateurs des sociétés ouvertes à divulguer une quantité importante d'information afin de permettre aux actionnaires d'exercer leur droit de vote de manière éclairée. Par exemple, dans le cadre d'une sollicitation de procurations, les dirigeants et administrateurs doivent acheminer certaines informations aux actionnaires, aux frais de la société, en vue d'obtenir les procurations nécessaires à l'approbation des propositions qui sont mises à l'ordre du jour⁷⁰⁹.

Dans ce cadre, si certaines règles prévoient la forme minimale que doit prendre la circulaire d'information⁷¹⁰, la législation n'encadre toutefois pas la quantité maximale d'information qui est envoyée, ce qui accorde aux membres de la direction de la société un certain pouvoir d'influence sur la manière dont ils présentent l'information qui est envoyée aux actionnaires,

⁷⁰⁷ *Règlement 61-101 sur les mesures de protection des porteurs minoritaires lors d'opérations particulières*, en ligne : Autorité des marchés financiers <<http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/valeurs-mobilières/61-101/2008-02-01/2008fev01-61-101-vadmin-fr.pdf>>

⁷⁰⁸ Il va sans dire que dans ce cadre, la présence d'investisseurs institutionnels parmi les actionnaires minoritaires pourra participer à accroître la protection de ces derniers.

⁷⁰⁹ R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 20, p. 518.

⁷¹⁰ Voir notamment l'article 55 du Règlement sur les sociétés par actions de régime fédéral et l'Annexe 5 du Règlement 51-102 sur les obligations d'information continues, préc., note 379.

ce qui leur confère un certain ascendant sur l'issue du vote. Cette influence peut par exemple, leur permettre d'agir en présentant l'information nécessaire d'une manière favorable afin de s'assurer, notamment, que les candidats de leur choix soient élus à titre d'administrateurs de la société⁷¹¹ ou encore en noyant les actionnaires sous une pléthore d'information. Or, tel que le soulignait avec justesse Patrick Ledoux, le fait de donner trop d'information est le second moyen de ne pas en donner puisque la surinformation des actionnaires équivaut souvent à un déficit d'information en ce qu'elle suscite un sentiment de saturation et de découragement face à l'immense charge qu'elle leur impose dans le cas où ils souhaitent exercer leur droit de vote de manière informée⁷¹².

Par ailleurs, les dirigeants et administrateurs exercent également un contrôle sur le moment où les actionnaires sont informés des sujets sur lesquels ils ont à se prononcer. En effet, les actionnaires ne sont informés des questions qui seront abordées lors de l'assemblée d'actionnaires qu'au moment où ils reçoivent l'avis de convocation⁷¹³, c'est-à-dire au plus tôt le soixantième jour et au plus tard le vingt et unième jour précédant l'assemblée. Considérant ces brefs délais, il est généralement très difficile pour un actionnaire, compte tenu des délais, de mettre de l'avant une contre-proposition ou encore de solliciter des procurations afin d'obtenir un appui suffisant pour contrer la proposition mise de l'avant par la direction de la société. On prend l'entière mesure de cette situation, qui constitue une problématique importante, lorsque l'on considère le fait que les propriétaires véritables des titres ne sont pas inscrits dans les registres de la société, ce qui oblige l'actionnaire qui souhaiterait communiquer certaines informations à ses co-actionnaires à passer par les différents intermédiaires. Or, plus il est difficile pour un

⁷¹¹ *Armstrong c. Clark*, [2002] B.C.J. No. 1009 (S.C.).

⁷¹² P. LEDOUX, préc., note 5, p. 248-249.

⁷¹³ L'avis de convocation doit comporter la date, l'heure et l'endroit où se tiendra l'assemblée en plus d'indiquer de manière détaillée toute affaire inscrite à l'ordre du jour. Art. 135(1) et (6) L.c.s.a. et 165 et 167 L.s.a.Q.

actionnaire de prendre des mesures visant à contrer les plans des dirigeants, plus le pouvoir de ces derniers sur l'issue d'une démarche est grand⁷¹⁴.

De même, un actionnaire qui souhaite voir inclure sa proposition dans le matériel de procuration que la société est assujetti à certaines règles ayant trait notamment à la forme ainsi qu'aux délais d'envoi. Ces délais accordent à la société amplement de temps pour préparer et faire parvenir à l'ensemble de ses actionnaires les motifs étayés justifiant son opposition à la mesure.

Dans un autre ordre d'idées, rappelons en terminant qu'afin de remplir leurs diverses obligations d'information, les dirigeants et administrateurs doivent également communiquer les changements importants qui surviennent dans les affaires de la société aux actionnaires lorsque ces changements sont susceptibles d'avoir un impact sur la valeur de ses titres. Or, malgré la présence de l'Instruction générale 51-201⁷¹⁵ qui nous donne une liste non exhaustive d'éléments qui sont considérés comme de l'information importante, il demeure que le choix de divulguer ou non une information qui risque d'avoir une incidence sur la valeur des actions de la société incombe aux dirigeants et administrateurs de la société.

De la même manière, les dirigeants et administrateurs ont également la responsabilité de faire parvenir aux actionnaires de l'information ayant trait à la situation financière de la société en leur donnant accès à leurs états financiers intermédiaires et annuels vérifiés ainsi qu'aux rapports de gestion

⁷¹⁴ B.S. BLACK, "Shareholder Passivity Reexamined", préc., note 6, 594.

⁷¹⁵ *Instruction générale 51-201 sur les lignes directrices en matière de communication de l'information*, art. 4.3, en ligne : AMF <<http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/valeurs-mobilieres/51-201/2007-12-31/2007dec31-51-201-ig-vadmin-fr.pdf>>.

correspondants. Or, ce contrôle exercé sur la diffusion de l'information ayant trait à la société permet dans une certaine mesure aux dirigeants et administrateurs d'exploiter à leur avantage l'information disponible et d'influencer l'opinion que les actionnaires se font de la société⁷¹⁶. Soulignons toutefois que ce risque d'abus est néanmoins contrebalancé par les risques de sanction ainsi que le pouvoir de l'Autorité des marchés financiers d'imposer une interdiction d'opération sur les titres d'une société qui est en défaut de respecter ses obligations de divulgation dans les délais⁷¹⁷.

2.2.5. L'application de la règle du jugement d'affaires

En théorie, les dirigeants et administrateurs doivent, dans le cadre de l'exercice de leurs fonctions, agir avec prudence et diligence⁷¹⁸. En pratique toutefois, cette obligation d'agir dans l'intérêt de la société et de ses actionnaires est limitée (certains diraient même anéantie) par l'application de la règle du jugement d'affaires⁷¹⁹. En effet, cette règle permet de présumer que les administrateurs et dirigeants ont agi avec diligence lorsqu'ils ont pris leur décision de manière informée et de bonne foi, en prenant en considération ce qu'ils croyaient être le meilleur intérêt de la société⁷²⁰. Il s'agit d'une présomption qui limite le pouvoir de révision des tribunaux *a posteriori* et qui forme une barrière prophylactique qui protège les décisions d'affaires prises par la direction de la société lorsque ces dernières ne sont pas entachées par de l'abus de pouvoir ou de la fraude.

⁷¹⁶ Pour des statistiques sur cette possibilité, voir le rapport sur l'application de la loi des ACVM. Rapport sur l'application de la loi – 2010, en ligne : Autorité canadiennes en valeurs mobilières <http://www.autorites-valeurs-mobilières.ca/uploadedFiles/General/pdfs_fr/ACVM2010RapportApplicationLoi.pdf>.

⁷¹⁷ Art. 265 al. 3 L.v.m.q.

⁷¹⁸ I. ANABTAWI et L. STOUT, préc., note 77, p. 11 de la version en ligne.

⁷¹⁹ *Id.*

⁷²⁰ Ce qui revient à dire que la décision doit être raisonnable. R. CRÉTE et S. ROUSSEAU, préc., note 20, p. 393; I. ANABTAWI et L. STOUT, préc., note 77, p. 11 de la version en ligne; R.C. CLARK, préc., note 601, p. 124; W.K. SJOSTROM et Y.S. KIM, préc., note 296, 487; S.M. BAINBRIDGE, "Why a Board? Group Decision Making in Corporate Governance", préc., note 16, 48.

La règle du jugement d'affaires constitue, en ce sens, un corollaire important de la séparation qui existe entre l'exercice du pouvoir décisionnel et des droits de propriété au sein des sociétés puisqu'elle participe à l'équilibre qui doit exister entre l'autorité des dirigeants et des administrateurs et le pouvoir de surveillance des actionnaires et des tribunaux en évitant un déplacement de l'autorité discrétionnaire de la direction vers ces derniers⁷²¹.

Les administrateurs et dirigeants ne sont toutefois protégés par l'application de la règle du jugement d'affaires que dans la mesure où les gestes posés relèvent de la gestion courante de la société, que si leur choix fait état de ce jugement privilégié qu'ils sont à même de poser et que s'ils ont fait preuve de diligence à l'occasion du processus décisionnel⁷²². Dans ce cadre, lorsque les tribunaux en viennent à la conclusion que les dirigeants et administrateurs ont été négligents, qu'ils étaient en conflits d'intérêts ou qu'ils ont agi de manière frauduleuse⁷²³, ils doivent examiner la décision ainsi que les informations sur lesquelles cette dernière a été fondée afin d'analyser le choix qui a été effectué à la lumière des faits qui existaient au moment où la décision contestée a été prise⁷²⁴.

Lors de cet examen judiciaire des décisions prises par les administrateurs et dirigeants, les tribunaux doivent déterminer si la décision contestée est raisonnable et non pas si elle constituait la meilleure décision qui pouvait être prise à la lumière du contexte qui prévalait au moment où cette dernière

⁷²¹ R.C. CLARK, préc., note 601, p. 123; S.M. BAINBRIDGE, préc., note 5, p. 68 de la version en ligne.

⁷²² La Cour Suprême a d'ailleurs précisé dans l'affaire *Danier* que la protection de la règle du jugement d'affaires ne s'étend pas aux décisions de respecter ou non une obligation légale qui est faite aux dirigeants et administrateurs d'une société. *Kerr c. Danier Leather inc.*, [2007] 3 R.C.S. 331.

⁷²³ En effet, lorsque les administrateurs et dirigeants cherchent clairement à protéger ou à favoriser leurs intérêts personnels, le processus décisionnel ne peut être considéré comme faisant partie de l'exercice de leur pouvoir discrétionnaire tel que protégé par la règle du jugement d'affaire. R.C. CLARK, préc., note 601, p. 124.

⁷²⁴ *UPM-Kymmene Corp. c. UPM-Kymmene Miramichi inc.*, [2002] O.J. No. 2412 (Sup. Ct of J.), par. 153, conf. en appel *UPM-Kymmene Corp. c. UPM-Kymmene Miramichi inc.*, [2004] O.J. No. 636 (C.A.).

a été prise. Par ailleurs, à cette occasion, les tribunaux doivent éviter de substituer leur propre opinion à celle des administrateurs et dirigeants lorsque la décision a été prise sur la base des conseils financiers ou légaux auxquels ils ont eu recours et auxquels ils accordaient une confiance raisonnable et informée⁷²⁵.

Si la décision peut être qualifiée de raisonnable, un tribunal doit refuser de substituer son jugement et de modifier *a posteriori* la décision d'affaires ayant été prise par la direction de la société, et cela, même si les événements ont démontré par la suite que la décision s'est avérée néfaste pour les intérêts des actionnaires⁷²⁶. De ce fait, cette approche, qui reconnaît l'autonomie et l'expertise de la direction de la société, accorde aux administrateurs et dirigeants une latitude importante dans la prise de décisions et l'élaboration de stratégies⁷²⁷ et constitue, en ce sens, un corollaire logique de leur pouvoir de gestion⁷²⁸. En effet, un examen rigoureux et fréquent des décisions de la direction risquerait de dissuader les personnes qualifiées d'accepter des fonctions de gestion au sein des sociétés, et, dans l'éventualité où ils choisiraient tout de même d'occuper ces fonctions, ceci aurait pour effet de diminuer leur intérêt à prendre des risques⁷²⁹.

⁷²⁵ En ce sens, les tribunaux encouragent les administrateurs et dirigeants à recourir à des experts lorsque cela s'avère nécessaire afin d'obtenir les conseils requis à la prise de décisions fondées et raisonnables considérant les circonstances. *CW Shareholdings c. WIC Western International Comm.* (1998), 39 O.R. (3d) 755, 775 (Gen. Div.).

⁷²⁶ Si les administrateurs ont retenu une des décisions raisonnables parmi l'ensemble des possibilités raisonnables, les tribunaux refuseront d'intervenir. *Maple Leaf inc. c. Schneider Corporation*, (1998), 42 O.R. (3d) 177 (C.A.).

⁷²⁷ *UPM-Kymmene Corp. c. UPM-Kymmene Miramichi inc.*, [2002] O.J. No. 2412 (Sup. Ct of J.), par. 152, conf. en appel *UPM-Kymmene Corp. c. UPM-Kymmene Miramichi inc.*, [2004] O.J. N° 636 (C.A.).

⁷²⁸ S.M. BAINBRIDGE, préc., note 5, p. 23 de la version en ligne.

⁷²⁹ Et cela, contrairement à l'intérêt général des actionnaires qui, considérant la diversification de leur portefeuille, préfèrent normalement les projets à rendement élevé qui possèdent un niveau de risque plus élevé. N. KANJI, préc., note 700, aux pages 233-234.

En outre, les tribunaux ont maintes fois justifié l'application de la règle du jugement d'affaires en invoquant le fait que les membres de la direction de la société se trouvent généralement en meilleure position que les tribunaux pour comprendre les affaires de la société, pour orienter ses opérations, et pour analyser les faits et circonstances particuliers qui peuvent se présenteres⁷³⁰. En effet, les administrateurs et dirigeants possèdent généralement une expertise et des connaissances que les juges ne possèdent pas, et cela s'avère particulièrement juste lorsque la société opère dans un créneau spécialisé. Par ailleurs, ces derniers sont parfois amenés à prendre des décisions cruciales dans des délais très courts, sous une pression importante et où l'ensemble de l'information utile n'est pas disponible⁷³¹.

*

* *

Les administrateurs et dirigeants possèdent une vaste discrétion en ce qui a trait à la conduite des affaires des sociétés. Or, malgré les avantages que possède une délégation de pouvoir aux dirigeants et administrateurs pour assurer la pérennité et la saine gestion de la société, certaines études ont démontré que cette délégation de pouvoir présente également certains inconvénients.

Notamment, des études ont souligné que les gens qui dirigent les sociétés sont exposés à de nombreuses pressions créées par différents intérêts

⁷³⁰ Par ailleurs, les tribunaux en examinant *a posteriori* une décision prise par les dirigeants et administrateurs porteraient un jugement après le fait dans un contexte complètement différent. *Magasin à rayons Peoples inc. (Syndic) c. Wise*, [2004] 3 R.C.S. 461, par. 64.

⁷³¹ N. KANJI, préc., note 700, aux pages 233-234; *McEwen c. Goldcorp inc.*, 2006 CanLII 35985 (Ont. S.C.), par. 44.

(personnels et externes)⁷³² et que dans ce cadre les pouvoirs discrétionnaires étendus qui leur sont conférés peuvent donner ouverture à des situations d'abus ainsi qu'à l'extraction de bénéfices privés⁷³³. Cet opportunisme des dirigeants et des actionnaires de contrôle semble par ailleurs facilité par l'absence de mécanismes de gouvernance suffisamment contraignants pour assurer une surveillance et un contrôle effectif de ces acteurs.

Aussi, afin que les avantages de l'approche managériale ne soient pas anéantis par les coûts d'agence et pour préserver la confiance des actionnaires envers les sociétés et leurs dirigeants, un mécanisme de gouvernance efficace doit limiter l'exercice abusif des pouvoirs délégués et veiller à ce la gestion s'effectue dans le meilleur intérêt de l'ensemble des actionnaires. Dans ce cadre, nous croyons que la présence des investisseurs institutionnels et des différents regroupements d'actionnaires participe à la toile des mécanismes de gouvernance qui contribuent actuellement au maintien d'un équilibre favorable à l'ensemble des actionnaires en s'ajoutant aux règles qui limitent les bénéfices privés résultants du contrôle et aux règles de gouvernance qui visent à réduire l'adoption de comportements opportunistes par les dirigeants.

Considérant les pouvoirs limités que l'on reconnaît aux actionnaires, on peut toutefois se demander de quelle façon ces derniers s'inscrivent dans la

⁷³² En effet, tel que nous l'avons vu précédemment, les économistes s'intéressent depuis longtemps au problème d'incitatif et de motivation qui découle du fait que les décisions à l'intérieur d'une société ouverte sont prises par des dirigeants qui ne détiennent pas toujours de participation importante dans la société et qui, conséquemment, ne subissent pas totalement les conséquences de leur gestion.

⁷³³ Ainsi, dans le paysage canadien, où le rôle des administrateurs indépendants est souvent factice, les dirigeants peuvent plus facilement abuser de leur position et utiliser leur pouvoir d'influence afin de s'approprier des bénéfices privés ou afin d'en procurer aux actionnaires les plus importants. Notamment par l'attribution d'une rémunération démesurée en comparaison avec les autres acteurs d'un secteur d'industrie. R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 20, p. 426.

structure de gouvernance des sociétés ouvertes et dans quelle mesure ils peuvent faire contrepoids au contrôle exercé par les actionnaires majoritaires, les dirigeants et les administrateurs.

II. L'activisme des investisseurs institutionnels

Historiquement, les actionnaires canadiens ont fait preuve d'une certaine passivité et ne se sont intervenus que parcimonieusement dans la gouvernance des sociétés ouvertes dont ils détenaient les titres⁷³⁴. Cette passivité s'explique par des motifs économiques, c'est-à-dire par l'apathie rationnelle et le resquillage des actionnaires, ainsi que par la présence de barrières légales qui limitent de diverses façons l'exercice des droits des actionnaires. Même si le contexte corporatif, économique et institutionnel a évolué depuis l'époque de Berle et Means, ces deux éléments semblent toujours entraver les interventions des actionnaires qui souhaiteraient jouer un rôle plus important dans la surveillance et le contrôle des dirigeants. Néanmoins, tant au Canada qu'aux États-Unis, cette passivité semble lentement laisser place à une culture plus interventionniste.

Ce changement s'explique notamment à la lumière de la tendance démographique qui a favorisé l'épargne-retraite et du fait que les Canadiens privilégient les services de gestion offerts par les institutions financières ainsi que par les fonds institutionnels plutôt que les investissements directs pour maximiser leurs avoirs en vue de la retraite⁷³⁵. Or, cette prédilection des investisseurs canadiens qui a entraîné une forte croissance économique des

⁷³⁴ Au Canada, l'activisme actionnarial est visible depuis peu d'années. La première proposition d'actionnaire fut effectuée en 1982, à la suite de certaines modifications à la loi en 1980, par une institution religieuse et portait sur les investissements d'Alcan en Afrique du Sud. Moira HUTCHINSON, *The Promotion of Active Shareholdership for Corporate Social Responsibility in Canada*, novembre 1996, p. 12, en ligne : <<http://www.jantziresearch.com/sites/default/files/SHAREholdership.pdf>>. Sur ce sujet, voir également l'étude de Louise CHAMPOUX-PAILLÉ, *Les propositions d'actionnaires – Un droit des actionnaires et un pilier de saine gouvernance*, 15 janvier 2010, p. 5, en ligne : <<http://www.giref.uqam.ca/pdf/Etude-Louise-C.Paille-Prop.Actionnaires.pdf>> où elle souligne que de 1982 à 1995, seulement 18 propositions ont été insérées dans les circulaires des sociétés au Canada. Or, si l'on compare cette situation à celle observée chez nos voisins états-uniens, où l'on a pu recenser 701 propositions en 1994, force est de constater que les actionnaires canadiens ont fait piètre figure.

⁷³⁵ Ces changements ne sont toutefois pas apparus récemment. On peut en effet observer cette transformation depuis quelques décennie.

fonds institutionnels a modifié de façon significative la structure de l'actionnariat des sociétés ouvertes dans les dernières années⁷³⁶.

En effet, cette prise d'importance des différents fonds dans la gestion des revenus de retraite des Canadiens a entraîné une détention plus importante de titres de sociétés canadiennes, ce qui a corrélativement diminué la liquidité des portefeuilles gérés et accru les coûts liés à la liquidation de ces titres⁷³⁷. Or, la difficulté de se départir aisément des titres détenus dans les différents portefeuilles a amené les investisseurs institutionnels à prêter un plus grand intérêt à la gouvernance des sociétés afin de s'assurer d'une certaine rentabilité à long terme⁷³⁸. Tel que le rappelaient les professeurs Crête et Rousseau : « [l]a difficulté, voire l'impossibilité de disposer de ce type d'investissements ne peut qu'engendrer cette loyauté et, selon les circonstances, un activisme plus marqué de la part des investisseurs institutionnels.⁷³⁹ »

Selon la théorie développée par Albert O. Hirschman⁷⁴⁰, les membres d'une organisation font normalement face à deux choix lorsqu'ils sont insatisfaits de sa gestion : sortir de l'organisation ou s'exprimer dans l'objectif d'effectuer des changements dans cette dernière. De ce fait, s'il est facile de vendre les titres d'une société à faibles coûts, un actionnaire a peu d'intérêt

⁷³⁶ R. CRÊTE, préc., note 356, 158. Une étude canadienne de 2004 indiquait que les fonds de pension étaient propriétaires d'approximativement 21,7 % des titres nationaux inscrits sur le TSE pour une valeur totale de 181,2 milliards. Voir le texte de G. YARON, "préc., note 460, p. 1. Voir également le site Internet de l'Institut des fonds d'investissement du Canada qui indique qu'au 31 décembre 2006 les actifs détenus par les fonds communs de placement s'élevaient à environ 660 milliards. <<http://www.ific.ca>>.

⁷³⁷ En effet, au fur et à mesure que les institutions augmentent leur participation dans les sociétés ouvertes, leur liquidité diminue puisqu'elles peuvent moins aisément vendre leurs parts sans nuire au marché. S. ROUSSEAU, préc., note 20, à la page 28.

⁷³⁸ En effet, les placements importants peuvent entraîner des coûts de transaction élevés pour les investisseurs, ce qui rend l'option de vente (*exit*) moins attrayante. Dans ce cadre, il peut être difficile de trouver preneur pour d'importants blocs d'actions sur le marché sans subir des pertes substantielles. R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 6, 919.

⁷³⁹ *Id.*, 885.

⁷⁴⁰ A.O. HIRSCHMAN, préc., note 435, 1970.

à faire valoir sa position auprès des dirigeants, particulièrement si cette démarche entraîne des frais plus importants. Toutefois, si les mécanismes de sortie sont coûteux (parce que notamment la liquidation de la participation au sein d'une société peut entraîner une chute de la valeur de l'action⁷⁴¹), la voie de l'activisme devient plus intéressante⁷⁴².

Par ailleurs, la nature de l'actionnariat qui compose les sociétés que l'on retrouve au Canada influence également le choix des investisseurs institutionnels d'intervenir ou non auprès d'une société et de ses dirigeants. Tel que nous l'avons vu plus tôt, contrairement à la situation états-unienne, où les sociétés sont détenues par un grand nombre de petits investisseurs qui n'exercent aucun contrôle réel sur les décisions prises par les dirigeants, au Canada la plupart des sociétés possèdent une propriété concentrée⁷⁴³ ce qui a certes accru la tendance naturelle des actionnaires institutionnels à la passivité⁷⁴⁴.

En effet, bien que l'on puisse légitimement se demander comment les investisseurs institutionnels peuvent assurer une surveillance effective des

⁷⁴¹ En effet, si la vente d'un bloc important d'actions n'a pas toujours d'impact sur le cours des titres d'une société, dans l'éventualité où de l'information liée à l'ordre de vente est rendue disponible avant que la vente ne soit complétée, et que cette information fait chuter la valeur du titre puisqu'elle est perçue négativement par le marché, la vente s'effectuera à un prix moindre que le cours initial. Or, la crainte, fondée ou non, qu'une telle situation entraîne des pertes importantes pour un fonds peut pousser un actionnaire à intervenir plutôt qu'à se départir des actions qu'il détient.

⁷⁴² J.C. COFFEE, préc., note 459, 1288-1289.

⁷⁴³ R.J. DANIELS et R. MORCK, préc., note 47, aux pages 13-14. Selon Janis Sarra, 70 % des sociétés ouvertes sont sous le contrôle légal ou de fait d'un petit groupe d'actionnaire ou d'un seul actionnaire. J. SARRA, préc., note 48, 408. D'autres études indiquent que dans plus des trois quarts des sociétés canadiennes on retrouve au moins un actionnaire contrôlant 20 p. 100 ou plus des actions avec droit de vote et plus de la moitié des sociétés possèdent un actionnaire contrôlant plus de 50 p. 100 des actions comportant le droit de vote. P. Someshwar RAO et Clifton R. LEE SING, « Les structures de régie, la prise de décision et le rendement des entreprises en Amérique de Nord », dans Ronald J. DANIELS et Randall MORCK (dir.), *La prise de décision dans les entreprises au Canada*, Documents de recherche d'Industrie Canada, Calgary, University Press of Calgary, 1995, p. 53.

⁷⁴⁴ Notamment, il semble encore plus irrationnel de faire des efforts pour exercer son droit de vote de manière éclairée si ce dernier n'a aucune chance d'influencer le résultat final qui sera dicté par l'actionnaire le plus important.

gestes posés par les dirigeants et les administrateurs en présence d'un actionnaire dominant⁷⁴⁵, il semble que même dans ce contexte les investisseurs institutionnels réussissent à agir comme un contrepoids intéressant. Selon certains auteurs, ceci est rendu possible par leurs actions concertées qui leur permettent de rivaliser avec l'actionnaire dominant⁷⁴⁶. De fait, alors que l'actionnariat est de plus en plus concentré entre les mains de quelques investisseurs institutionnels sophistiqués, il est tentant de se laisser convaincre que les actionnaires peuvent surmonter un des problèmes centraux du droit des sociétés, c'est-à-dire le problème d'action collective dont nous avons fait état plus tôt. En ce sens, nous croyons que l'importance de cette transformation, qui s'est faite sur plusieurs décennies, leur permet désormais d'effectuer des changements dans la gouvernance des sociétés canadiennes lorsque cela s'avère nécessaire et d'agir pour limiter l'extraction de bénéfices privés, tant par les actionnaires dominants que les dirigeants des sociétés⁷⁴⁷.

Or, malgré leur importance, les questions liées à l'interventionnisme des actionnaires institutionnels et à leur rôle dans la gouvernance des sociétés qui possèdent un actionnariat concentré ont reçu peu d'attention dans la littérature académique. Dans l'idée de pallier cette lacune, nous consacrerons le présent chapitre à ce sujet. Il s'agira donc ici de déterminer qui sont les acteurs qui possèdent dans l'abstrait un intérêt pour l'activisme ainsi que les outils dont ils disposent pour faire entendre leur voix et exercer

⁷⁴⁵ En effet, l'intervention d'un investisseur institutionnel canadien en matière de gouvernance ne possède pas nécessairement le même impact qu'aux États-Unis puisqu'une proposition effectuée par un investisseur institutionnel est susceptible d'être bloquée par l'actionnaire de contrôle si cette dernière va à l'encontre de ses intérêts. J. SARRA, préc., note 48, 418.

⁷⁴⁶ Une étude fait état du fait qu'au Canada les grands fonds de retraite ainsi que les fonds communs de placement sont désormais propriétaires d'environ 70 % de tous les titres canadiens en circulation. David H. A. BROWN, « La gouvernance corporative au Canada », dans Ahmed NACIRI (dir.), *Traité – Gouvernance corporative : Théories et pratiques à travers le monde*, St-Nicolas, Les Presses de l'Université Laval, 2006, p. 175, à la page 186. Voir au même effet J.G. MacINTOSH, préc., note 7, 148.

⁷⁴⁷ E.B. ROCK, préc., note 426, 448-449; au même effet, voir également R.J. DANIELS et R. MORCK, préc., note 47, aux pages 32 et 33.

leur influence auprès des dirigeants et actionnaires de contrôle (1). Ceci nous permettra par la suite de nous pencher sur les impacts de l'activisme actionnarial (2).

1. La nature de l'activisme canadien

L'activisme actionnarial constitue un mécanisme alternatif de contrôle dont la finalité est de réduire les coûts d'agence liés à l'opportunisme des dirigeants ainsi que l'extraction de bénéfices privés par les actionnaires dominants. Dans ce cadre, le pouvoir d'intervention des investisseurs institutionnels qui tentent d'exercer cette fonction disciplinaire s'exprime de différentes façons et possède une étendue qui demeure mal définie. En effet, la diversité des institutions qui souhaitent exercer une influence sur la gouvernance des sociétés et les outils auxquels elles ont recours afin d'effectuer les changements souhaités conserve une aura de mystère sur plusieurs aspects dans le cas où les titres d'une société sont concentrés entre les mains de quelques personnes.

Afin de tenter d'y voir clair, nous nous efforcerons, dans les lignes qui suivent, de déterminer qui sont les acteurs qui prennent part aux diverses interventions observées (1.1), ce qui fait l'objet de leurs préoccupations (1.2) ainsi que le mode d'intervention privilégié par ces acteurs (1.3).

1.1. Les différents acteurs

Le terme « actionnaires » dans le cadre d'une société ouverte vise un vaste ensemble d'investisseurs, institutionnels ou non, qui possèdent leurs particularités propres ainsi que des objectifs qui sont susceptibles d'influer sur leur capacité ainsi que leur volonté d'agir auprès des sociétés dont ils détiennent les titres. Que l'on pense aux banques, aux fonds de pension ou encore aux gestionnaires de portefeuille, tous ces organismes possèdent une vocation particulière qui explique leur niveau d'implication auprès des

sociétés dont ils possèdent les titres. Par ailleurs, malgré l'importance de leur rôle, lorsque l'on songe aux interventions qui sont menées par les actionnaires afin de faire évoluer les règles de gouvernance des sociétés ouvertes, on ne peut toutefois se limiter à ces différents types d'actionnaires pour dresser un portrait global de la situation. En effet, dans le contexte canadien, différents acteurs ont choisi de participer à l'établissement et à la mise en œuvre des principes de gouvernance guidant la conduite des sociétés ouvertes dont, bien entendu, certaines catégories d'investisseurs (1.1.1), mais également divers regroupement et firmes agissant afin d'influencer l'exercice du droit de vote des actionnaires sans toutefois détenir eux-mêmes le pouvoir d'exercer ce droit (1.1.2).

1.1.1. Les investisseurs interventionnistes

Au début des années 1990, alors que la gouvernance d'entreprise passait d'un mode axé sur les prises de contrôle et la revente des titres vers un mode mettant l'emphase sur l'exercice du droit de vote par les actionnaires, l'attention a été redirigée vers les investisseurs institutionnels.

Or, ces derniers, tel que nous l'avons vu précédemment, ne présentent pas tous le même intérêt pour l'activisme actionnarial⁷⁴⁸. Devant ce constat de l'intérêt variable des investisseurs institutionnels pour les questions de gouvernance, Hawley et Williams ont proposé trois caractéristiques déterminantes qui permettaient, selon eux, de déterminer le potentiel d'activisme d'un actionnaire, soit la taille, la composition du portefeuille et la stratégie d'investissement de celui-ci⁷⁴⁹. En outre, il est également possible d'affirmer que les interventions des investisseurs institutionnels varient selon

⁷⁴⁸ De ce fait, nous avons volontairement omis de traiter, dans la présente section, de certains types d'investisseurs institutionnels, dont les investisseurs multilatéraux, puisque ces derniers n'interviennent que très rarement auprès des dirigeants des sociétés dont ils détiennent les titres.

⁷⁴⁹ James P. HAWLEY et Andrew T. WILLIAMS, *The Rise of Fiduciary Capitalism: How Institutional Investors Can Make Corporate America More Democratic*, Philadelphie, University of Pennsylvania Press, 2000, p. 14.

la nature du fonds, la méthode de gestion retenue, l'importance de l'investissement en cause dans une société visée ainsi que la nature de la question soulevée⁷⁵⁰. Ainsi, afin de déterminer qui sont les acteurs les plus susceptibles d'intervenir auprès des dirigeants et dans quel cadre ils risquent de se manifester, nous nous proposons, dans les prochaines pages, de jeter un coup d'œil à l'application de ces caractéristiques aux acteurs les plus importants au Canada.

1.1.1.1. Les caisses de retraite

La planification d'une retraite qui vise le maintien d'un rythme de vie similaire à celui qui prévalait au moment de la vie active constitue une préoccupation importante pour de nombreux Canadiens. Cette aspiration à une retraite confortable a entraîné une croissance de l'importance des caisses de retraite dans les dernières décennies, plaçant même ces dernières au deuxième rang derrière les banques à charte en ce qui concerne l'importance des actifs financiers sous leur gestion⁷⁵¹. L'importance des actifs détenus par les caisses de retraite s'est d'ailleurs répercutée sur le nombre de titres constituant leurs portefeuilles. Ainsi, en date du 31 décembre 2009, les gestionnaires de caisses de retraite membres de l'Association canadienne des gestionnaires de caisse de retraite détenaient 144,636,40 millions d'actions canadiennes, ce qui représentait en moyenne 15,88 % de leur portefeuille⁷⁵².

Les caisses de retraite (particulièrement les caisses publiques) sont généralement reconnues comme les plus interventionnistes de tous les

⁷⁵⁰ R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 6, 891.

⁷⁵¹ Statistique Canada, *Tableau 280-0002 : Caisse de retraite en fiducie, valeur comptable et marchandise de l'actif, selon le secteur public et privé, trimestriel (dollars)*, CANSIM, E-STAT, en ligne : CANSIM <www.estat.statcan.ca>.

⁷⁵² « Asset Mix of Plans of Sponsor Organizations Represented as at Dec 31, 2007 », en ligne : Association canadienne des gestionnaires de caisse de retraite <www.piacweb.org/publications/index.html>.

investisseurs institutionnels⁷⁵³. Outre le nombre important de titres détenus qui peut justifier cet activisme accru, le plus grand interventionnisme des caisses de retraite s'explique également par le fait que, généralement, les caisses de retraite ont tendance à conserver leurs investissements sur une période prolongée et à maintenir un ratio de rotation de portefeuille plus faible que les autres investisseurs institutionnels compte tenu de leur période de calcul qui s'étend sur une plus longue période⁷⁵⁴.

Par ailleurs, cette plus grande latitude des caisses de retraite s'explique du fait que ceux qui leur confient leurs économies en vue de les faire fructifier sont captifs puisqu'ils ne peuvent individuellement, si le rendement est insatisfaisant, transférer leurs investissements dans une caisse de retraite concurrente. Cette impossibilité pour les participants de sanctionner les caisses en cas d'insatisfaction place, en quelque sorte, ces dernières à l'abri de pressions économiques ou de la compétition, qui autrement pourraient les pousser à rechercher une rentabilité maximale afin de conserver les placements sous leur gestion et de convaincre de nouveaux investisseurs de recourir à leurs services.

Malgré ce contexte favorisant un plus grand interventionnisme de la part des caisses de retraite, ces dernières ne sont pas à l'abri d'une logique économique qui pousse, tel que nous l'avons évoqué, les investisseurs à privilégier la passivité lorsque les coûts dépassent les avantages pouvant être retirés d'une intervention. En ce sens, leur attitude en ce qui a trait à la gestion des risques amènera ce type d'investisseur institutionnel, tout comme les autres investisseurs, à liquider la position qu'ils détiennent au sein d'une société éprouvant des problèmes de gestion plutôt qu'à effectuer

⁷⁵³ R. ROMANO, préc., note 490, 797. Au Canada, on peut notamment souligner le cas de l'Ontario Teachers' Pension Plan qui constitue un des leaders dans le domaine de l'activisme actionnarial. J. YANG, E. WANG et Y. AN, préc., note 46, p. 4.

⁷⁵⁴ J.G. MacINTOSH, préc., note 6, 427.

une intervention auprès de ses dirigeants et faire des efforts afin d'en surveiller le bon fonctionnement⁷⁵⁵.

À la lumière de cette tendance rationnelle vers une certaine forme de passivité, et du risque de conflit d'intérêts auquel les caisses de retraite sont assujetties⁷⁵⁶, le législateur québécois⁷⁵⁷, ainsi que les législateurs de la plupart des provinces canadiennes, ont cherché à inciter les administrateurs des caisses de retraite à superviser la manière dont sont exercés les votes rattachés aux titres qui composent leurs portefeuilles d'investissement. Pour ce faire, les législateurs ont adopté une règle obligeant les caisses de retraite à énoncer et à divulguer la politique de placement qu'ils appliquent ainsi que les règles applicables à l'exercice du droit de vote lié aux titres détenus. Malgré l'adoption de ce type de politique, nombreux sont les administrateurs de caisses de retraite qui continuent de confier l'exercice de ce droit à une firme-conseil en matière d'exercice du droit de vote par procuration ou qui permettent à leur gestionnaire de fonds d'exercer le droit de vote rattaché aux titres composant leurs portefeuilles sans énoncer de consignes ou de lignes directrices quant à l'orientation du vote et sans superviser la manière dont les votes sont effectivement exercés⁷⁵⁸.

Cette situation s'explique possiblement par le fait que les caisses de retraite possèdent généralement un portefeuille diversifié qui limite leur participation au sein d'une même société. Ces investissements divers au sein de

⁷⁵⁵ E.B. ROCK, préc., note 426, 462.

⁷⁵⁶ En effet, tel que nous l'avons précédemment évoqué, les caisses de retraite font face à une situation de conflit d'intérêts de nature économique ou politique qui peut les inciter à adopter une attitude passive, puisqu'ils sont soit susceptibles de faire l'objet de pressions par les autorités gouvernementales en place ou risquent de perdre la gestion des fonds de retraite des employés des sociétés visées ou des sociétés qui y sont liées. Voir notamment, R. ROMANO, préc., note 490. Soulignons toutefois que la législation mise en place tend à limiter ces risques de par la structure décisionnelle des caisses de retraite.

⁷⁵⁷ Par exemple, l'article 170 al.2(2) de la *Loi sur les régimes complémentaires de retraite*, préc., note 143 prévoit une obligation d'adopter une politique de placement qui fait état des règles applicables à l'exercice du droit de vote que comportent les titres faisant partie de l'actif.

⁷⁵⁸ SHARE, préc., note 502, p. 6 et 7.

nombreuses sociétés complexifient la cueillette d'informations qui doit être menée avant d'exercer les droits de vote rattachés aux titres détenus et en augmentent conséquemment les coûts (diminuant de ce fait l'intérêt que peut avoir un fonds de retraite à surveiller ou à intervenir auprès des dirigeants d'une société dont elles possèdent les titres). De ce fait, en déléguant cette tâche, les administrateurs des caisses de retraite peuvent considérer qu'ils agissent dans le meilleur intérêt de leurs bénéficiaires en retenant les services de personnes qu'ils jugent plus à même d'accomplir cette mission de manière diligente.

1.1.1.2. Les fonds d'investissement

De même, l'importance des actifs confiés aux fonds d'investissement leur confère une place particulière parmi les divers investisseurs institutionnels. À titre d'illustration, l'actif détenu par les Québécois dans les fonds communs de placement se chiffrait à 100,3 milliards de dollars au 2^e trimestre 2010, tandis qu'il atteignait 653,1 milliards de dollars parmi l'ensemble des Canadiens⁷⁵⁹. Par ailleurs, malgré le fait que le poids relatif des fonds d'actions dans le portefeuille moyen des Québécois soit passé de 43,5 % au 2^e trimestre 2009 à 42,8 % au 2^e trimestre 2010 ceux-ci constituent néanmoins le type de fonds communs de placement le plus important au Québec⁷⁶⁰.

De ce fait, les organismes de placement collectif, de par l'importance des actifs qu'ils gèrent⁷⁶¹ et leur participation au sein des sociétés canadiennes,

⁷⁵⁹ Les données canadiennes proviennent de l'Institut des fonds d'investissement du Canada (IFIC), tandis que les données québécoises sont tirées d'une enquête réalisée par l'Institut de la statistique du Québec.

⁷⁶⁰ INSTITUT DE LA STATISTIQUE DU QUÉBEC, *Bulletin Fonds communs de placement au Québec*, septembre 2010, en ligne : <http://www.stat.gouv.qc.ca/publications/inst_financieres/pdf_bulletins/fonds_comm02_2010.pdf>

⁷⁶¹ En 2009, l'ensemble des fonds communs de placement dans le monde gérait des actifs de plus de 22,9 trillions de dollars. *Investment Company Fact Book, 2010*, 50^{ième} éd., 2010, en ligne : Investment Company Institute <http://www.icifactbook.org/pdf/10_fb_table59.pdf>.

ont la possibilité d'exercer une influence indéniable sur les règles qu'adoptent et respectent les dirigeants des sociétés ouvertes en matière de gouvernance⁷⁶². Or, malgré cela, ces derniers représentent le groupe d'investisseurs institutionnels le plus passif, en ne s'opposant que très rarement aux diverses activités ou politiques de gouvernance des sociétés ouvertes⁷⁶³.

Cette passivité observée s'explique notamment par la nécessité pour les organismes de placement collectif de préserver un degré élevé de liquidité⁷⁶⁴ afin de satisfaire aux demandes de retrait de leurs bénéficiaires ainsi que par l'obligation corrélative de fractionner leurs placements, ce qui les empêche de faire l'acquisition d'une participation importante dans une société⁷⁶⁵. De plus, cette exigence qui les pousse à maintenir un portefeuille liquide les place généralement dans la catégorie des actionnaires poursuivant une stratégie de placement à court terme, ce qui peut également expliquer leur prédilection pour une attitude passive. En effet, la facilité de vendre leurs titres rapidement compte tenu de leur liquidité peut expliquer l'application du « Wall Street Rule » par ces derniers, plutôt que l'adoption d'une stratégie d'intervention, lorsque les dirigeants des fonds mutuels sont insatisfaits de la performance d'une société dont ils possèdent

⁷⁶² Encore ici, plusieurs facteurs expliquent la popularité croissante des fonds communs de placement, dont le vieillissement de la population, l'accroissement du nombre d'investisseurs fortunés ainsi que le développement de l'offre effectuée par ces fonds. Assemblée nationale du Québec, préc., note 167, p. 4.

⁷⁶³ Janet McFARLAND, "Mutual Funds Take on More Activist Role as Investors", *Globe and Mail*, 27 septembre 2010, en ligne : <http://www.theglobeandmail.com/globe-investor/funds-and-etfs/funds/mutual-funds-take-on-more-activist-role-as-investors/article1727230/>; Jennifer S. TAUB, "Able but Not Willing: The Failure of Mutual Fund Advisers to Advocate for Shareholders' Rights", (2009) 34 *Journal of Corporation Law* 843, 845, en ligne : SSRN <<http://ssrn.com/abstract=1066831>>.

⁷⁶⁴ Angela MORGAN, Annette POULSEN, Jack WOLF et Tina YANG, "Mutual Funds as Monitors: Evidence from Mutual Fund Voting", (2011) 17 *Journal of Corporate Finance* 914; en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=1431072>>.

⁷⁶⁵ R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 6.

les titres ou des choix qu'effectuent ses dirigeants en matière de gouvernance⁷⁶⁶.

Par ailleurs, le fait que le contrat de fiducie qui encadre les responsabilités de la personne qui est le gestionnaire prévoit normalement que le gestionnaire est responsable de toute perte que subit l'organisme de placement collectif en raison d'un défaut de sa part, ou de la part de toute personne dont les services sont retenus par le gestionnaire afin d'assumer ses responsabilités dans l'éventualité où l'exercice des pouvoirs et fonctions liés à la charge n'est pas accompli avec honnêteté, bonne foi et au mieux des intérêts du fonds ou que ces obligations ne sont pas réalisées avec toute la diligence et la compétence qu'une personne raisonnablement prudente exercerait dans les circonstances⁷⁶⁷ est également susceptible de décourager les gestionnaires qui souhaiteraient investir des efforts et de l'énergie dans une société afin d'en améliorer la gouvernance. En effet, cette énonciation de responsabilité risque d'inciter les gestionnaires de fonds à la passivité, particulièrement dans les cas où la démarche projetée est susceptible d'entraîner des pertes puisque ces derniers pourraient être trouvés responsables de la dépréciation de la valeur du fonds en cas d'insuccès⁷⁶⁸.

Cette passivité est également encouragée du fait que le rendement des fonds est évalué régulièrement et comparé avec le rendement des autres fonds qui sont présents sur le marché. Cette compétition, pour attirer et

⁷⁶⁶ Par ailleurs, les fonds communs de placement ont la réputation d'avoir un niveau de rotation élevé des titres composant leurs portefeuilles.

⁷⁶⁷ *Règlement 81-102 sur les organismes de placement collectif*, préc., note 176, art. 4.4.

⁷⁶⁸ Cette affirmation doit toutefois être nuancée à la lumière d'une décision récente rendue par la Cour suprême des États-Unis, où la Cour a rappelé la déférence qu'un tribunal doit avoir envers le jugement du conseil d'administration (au Québec on peut sans doute faire un parallèle avec le rôle du comité d'examen indépendant) en lien avec le contrat qui est accordé au gestionnaire du fonds. *Jones v. Harris Associates L.P.*, 130 S. Ct. 1418 (Mar. 30, 2010), p. 12.

conserver des investisseurs pousse les gestionnaires à réaliser un nombre considérable d'opérations afin d'obtenir un rendement optimal à court terme. Dans l'optique d'éviter des coûts qui diminueraient leur compétitivité, il est compréhensible que ces gestionnaires ne soient pas prêts à consacrer le temps et l'argent requis pour s'occuper activement de questions de gouvernance ou de problèmes de gestion pouvant survenir au sein d'une société dont ils possèdent les titres.

Ces réticences doivent toutefois être pondérées à la lumière de l'obligation qui est faite au fonds d'investissement d'exercer les droits de vote qui lui sont conférés et, dans ce cadre, d'agir dans l'intérêt du fonds et de ses porteurs⁷⁶⁹. En effet, le fonds d'investissement a l'obligation d'établir des politiques et procédures qu'il suivra afin de déterminer s'il votera, et dans quel sens il le fera lorsqu'il reçoit des documents de procuration en vue d'une assemblée d'actionnaires d'une société dont il détient les titres⁷⁷⁰. Ces politiques et procédures prévoient notamment la politique de traitement des questions ordinaires ainsi que les circonstances où le fonds votera sur les questions extraordinaires. Le Règlement 81-106 prévoit également qu'un fonds d'investissement a l'obligation de tenir un dossier de vote par procuration dans lequel il indique s'il a voté, le cas échéant dans quel sens il a voté, et s'il a voté en faveur ou non des recommandations de la direction d'une société dans laquelle il détient des titres⁷⁷¹. Ce dossier de vote doit être affiché sur le site Internet du fonds si ce dernier en possède un ou être envoyé rapidement à tout porteur qui en fait la demande⁷⁷². En effet, étant donné le nombre considérable de droits de vote détenus par les fonds d'investissement, l'importance croissante que revêt l'exercice de ce pouvoir

⁷⁶⁹ *Instruction générale relative au Règlement 81-106 sur l'information continue des fonds d'investissement*, art. 6.1, en ligne : Autorité des marchés financiers <<http://lautorite.qc.ca/userfiles/File/reglementation/valeurs-mobilieres/Normes/81-106IGfr.pdf>>.

⁷⁷⁰ Règlement 81-106, art. 10.2.

⁷⁷¹ Règlement 81-106, art. 10.3.

⁷⁷² Règlement 81-106, art. 10.4.

pour les porteurs et le risque de conflits d'intérêts lié à l'exercice des droits de vote par procuration, les autorités canadiennes dans le domaine des valeurs mobilières ont jugé que les fonds d'investissement devraient rendre publiques leurs politiques et procédures de vote par procuration, et mettre leur dossier de vote par procuration à la disposition des porteurs⁷⁷³.

Malgré que la passivité traditionnellement observée chez les fonds communs de placement persiste, l'attitude de ces derniers semble tranquillement être amenée à évoluer. En effet, les fonds communs de placement ont eu tendance dans les dernières années à intervenir plus souvent en comparaison avec d'autres catégories d'actionnaires institutionnels, notamment en votant contre des propositions concernant la rémunération des dirigeants ou en appuyant des propositions mises de l'avant par d'autres actionnaires⁷⁷⁴.

Notamment, une étude menée par le groupe SHARE a révélé que les fonds communs de placement examinent avec un œil de plus en plus critique les propositions et recommandations des dirigeants des sociétés ouvertes dont ils détiennent des titres (il appert même que les fonds communs de

⁷⁷³ Par cette divulgation, il a été possible d'observer dans les dernières années un accroissement de la volonté de ces fonds de voter contre les propositions des dirigeants des sociétés et en faveur des propositions favorisant des idées socialement responsables (selon une étude SHARE menée en 2008). Ceci est sans aucun doute bénéfique pour les investisseurs canadiens qui dépendent en large partie des placements effectués dans ces fonds pour assurer leur retraite. En effet, des études ont démontré à plusieurs reprises que l'exercice éclairé du droit de vote par le biais des procurations d'actionnaires accroît généralement la valeur des titres et diminue les risques de mauvaise gestion. Steve LADURANTAYE, "Funds take greater role as activist shareholders", 30 juin 2009, *Globe and Mail*, en ligne : <http://www.theglobeandmail.com/globe-investor/funds-take-greater-role-as-activist-shareholders/article1200022/>.

⁷⁷⁴ Laura O'NEILL et Jackie COOK, *Proxy Voting by Canadian Mutual Funds, 2006-2009, A Survey of Management and Shareholder Resolutions*, en ligne : http://www.share.ca/files/SHARE_Mutual_Fund_Voting_Report_2010.pdf?utm_source=SHARE+Email&utm_campaign=3fe9251c93-MFSurvey&utm_medium=email; voir également en ce sens A. MORGAN, A. POULSEN, J. WOLF et T. YANG, préc., note 764; James COTTER, Allan PALMITER et Randall THOMAS, "The Effect of ISS Recommendations on Mutual Fund Voting", (2010) 55 *Villanova Law Review* 1, p. 2 de la version en ligne, en ligne : <http://ssrn.com/abstract=1477564>.

placement sont plus critiques que les actionnaires pris globalement sur certaines pratiques particulières).

Ce changement d'attitude s'explique possiblement par les règles de divulgation dont nous venons de faire état. Les fonds communs de placement sachant qu'ils sont désormais soumis à la surveillance par leurs pairs et dans une moindre importance par leurs bénéficiaires⁷⁷⁵ auraient depuis choisi d'exercer leurs devoirs d'actionnaires avec plus de sérieux et de circonspection⁷⁷⁶. En outre, ce changement d'attitude observé chez les fonds communs de placement s'explique également par le fait que plusieurs fonds communs de placement sont désormais indexés, ce qui rend plus difficile la vente et le remplacement des titres composant le portefeuille et peut pousser les dirigeants de ces fonds vers un interventionnisme accru⁷⁷⁷ afin d'obtenir des changements susceptibles d'accroître la valeur des titres détenus⁷⁷⁸. En effet, ce style de gestion très prisé, puisqu'il permet de diminuer les frais de gestion du fonds, copie un indice boursier qu'il peut être complexe de répliquer lorsqu'un fonds se départit des titres d'une société qui

⁷⁷⁵ En effet, les bénéficiaires de ce type de fonds sont généralement passifs et sont peu susceptibles d'examiner la façon dont les droits de votes rattachés aux titres détenus par le fonds sont exercés.

⁷⁷⁶ En effet, les changements apportés à la législation encadrant les organismes de placement collectif avaient notamment pour objectif d'accroître l'imputabilité des gestionnaires de fonds à l'égard de leurs bénéficiaires lorsqu'ils exercent les droits de vote rattachés aux titres faisant partie de leur portefeuille ainsi que de leur devoir de rendre compte de la façon dont ils exercent leurs obligations à titre d'actionnaires. Plus spécifiquement, cette règle qui favorise une plus grande transparence souhaite réduire l'importance des conflits d'intérêts, particulièrement dans les cas où il existe un risque lié à l'existence d'intérêts d'affaires. J. COTTER, A. PALMITER et R. THOMAS, préc., note 774, p. 5 de la version en ligne.

⁷⁷⁷ Dans ce cadre toutefois, afin de limiter les coûts, les fonds d'investissement privilégieront particulièrement les interventions qui ont des coûts limités afin de conserver les frais de gestion le plus bas possible (par le biais de négociation discrète et de publicité des les médias). Ils préconiseront par ailleurs, des questions de gouvernance qui sont susceptibles d'avoir un impact sur la valeur du marché dans son ensemble (*spill over effet*) puisqu'ils verront ainsi la valeur globale de leur portefeuille augmenter. Diane DEL GUERCIO et Jennifer HAWKINS, "The Motivation and Impact of Pension Fund Activism", (1999) 52 *Journal of Financial Economics* 293; p. 1 et 6 de la version électronique, en ligne : SSRN <<http://ssrn.com/abstract=110513>>.

⁷⁷⁸ Burton G. ROTHEBERG et Steven B. LILIEN, "Mutual Funds and Proxy Voting : New Evidence on Corporate Governance", (2006) 1 *Journal of Business & Technology Law* 157; en ligne : SSRN <<http://ssrn.com/abstract=669161> or doi:10.2139/ssrn.669161>; D. DEL GUERCIO et J. HAWKINS, préc., note 777.

éprouve des problèmes de gestion, particulièrement dans le contexte canadien où le nombre de titres et de sociétés dans lesquels il est possible d'investir est restreint.

1.1.1.3. Les gestionnaires de portefeuille

Les gestionnaires de portefeuille, tant public que privé possèdent des intérêts qui divergent de ceux des bénéficiaires des fonds qu'ils gèrent⁷⁷⁹. De ce fait, il est nécessaire de connaître les motivations de ceux qui prennent les décisions de gestion afin de comprendre l'importance qu'ils accorderont à leur rôle lorsque vient le temps d'exercer le droit de vote qui leur est fréquemment confié dans le cadre de leur mandat de gestion⁷⁸⁰.

Par exemple, on peut croire que les gestionnaires de portefeuille privé auront généralement tendance lors de l'analyse d'une intervention à considérer l'impact commercial de celle-ci. De même, on peut présumer que les gestionnaires de portefeuille privé auront tendance, lorsqu'ils prendront une décision, à privilégier le choix qui leur permettra de maximiser leur rémunération lorsque cela est possible, et cela, même si pour ce faire ils doivent privilégier une décision qui ne favorise ni les intérêts des bénéficiaires du fonds géré ni les intérêts des actionnaires de la société dont ils détiennent les titres.

En effet, comme la rémunération des gestionnaires de portefeuille privé s'appuie habituellement sur la taille des actifs dont ils ont la gestion sans tenir compte de la performance des fonds gérés, on conçoit aisément que les gestionnaires ont un intérêt pour l'activisme actionnarial seulement dans la mesure où ils considèrent que leurs efforts sont susceptibles de leur

⁷⁷⁹ *Supra*, section 1.2.1.4.

⁷⁸⁰ Dans ce cadre, tel que Bornet et De Vauplane le soulignaient, on pourrait espérer qu'ils fassent preuve de neutralité. Or, ce n'est souvent pas le cas et, en ce sens, les gestionnaires de portefeuille s'interposent entre l'actionnaire et la société émettrice. H. de VAUPLANE et J.-P. BORNET, préc., note 139, p. 334.

apporter de nouveaux clients et conséquemment une rémunération plus importante. De ce fait, lorsque l'effet recherché a peu de chance de se produire, il est prévisible qu'un gestionnaire privilégiera plutôt une plus grande diversification du portefeuille et qu'il liquidera les titres des sociétés qui font l'objet d'une mauvaise administration afin de réduire au minimum les frais de gestion du portefeuille et de préserver les actifs qui lui sont confiés.

Dans ce cadre, il est prévisible que le simple retrait des limitations légales ou la mise en place d'un régime afin de faciliter l'exercice du droit de vote ne risque pas de pousser les gestionnaires de portefeuille privé à investir le temps et les ressources nécessaires pour surveiller et discipliner les dirigeants d'une société dont ils détiennent les titres. En effet, considérant les coûts en comparaison avec les bénéfices possibles, les gestionnaires de portefeuille seront généralement peu enclins à surveiller les dirigeants et à agir auprès de ces derniers lors que les résultats sont incertains, alors que les coûts eux le sont, et cela, particulièrement s'ils ont peu à gagner de cette démarche. Aussi, il est prévisible que les gestionnaires de portefeuille privé demeureront passifs dans la majorité des cas puisque leur objectif est de réduire les frais de gestion dans le cadre de leur mandat afin de se démarquer de leurs concurrents et non pas d'en créer de nouveaux occasionnés par la surveillance des dirigeants des sociétés dont ils détiennent les titres.

Ce constat entraîne un certain nombre de questions lorsque l'on considère que plusieurs investisseurs institutionnels délèguent la gestion de leurs portefeuilles aux gestionnaires de portefeuille afin d'atteindre un meilleur rendement, de diversifier le style de gestion de leurs actifs ou tout simplement par manque d'effectif à l'interne et que cette délégation accorde souvent le pouvoir aux gestionnaires de fonds d'exercer, en toute discrétion, c'est-à-dire sans aucune directive ou consigne de la part de leurs clients⁷⁸¹,

⁷⁸¹ SHARE préc., note 502.

les droits de vote liés aux titres composant le portefeuille dont la gestion leur est confiée.

Les gestionnaires de portefeuille public, quant à eux, vivent une réalité quelque peu différente de par les investissements significatifs qu'ils ont effectués au sein des sociétés canadiennes ainsi que de par le rôle qu'on leur reconnaît généralement. En effet, tel que les professeurs Crête et Rousseau le soulignaient, les sommes considérables que les gestionnaires de portefeuille public canadien doivent investir, jumelé à la taille du marché ont entraîné des modifications dans la perception de leur mandat et dans leur attitude face à la gouvernance des sociétés ouvertes dont ils détiennent les titres⁷⁸². Cette attitude se justifie compte tenu de la difficulté de se départir d'un bloc important d'actions et de les remplacer par des titres de même qualité, ce qui entraîne généralement une détention à plus long terme des titres constituant un portefeuille. Dans ce cadre, il est à prévoir que plus le nombre de titres détenus sera important, plus le gestionnaire de portefeuille sera susceptible d'intervenir auprès des dirigeants afin de régler ce qu'il perçoit être un problème de gouvernance.

1.1.1.4. Les fonds de couverture

Les interventions menées par les fonds de couverture se distinguent de celles menées par les autres investisseurs institutionnels, notamment de par le fait que les gestionnaires des fonds de couverture ont généralement un intérêt économique personnel qui les pousse à maximiser les profits que fera le fonds puisqu'ils reçoivent (contrairement aux gestionnaires des fonds de pension ou aux organismes de placement collectif), en plus de leur rémunération, un pourcentage des bénéfices excédentaires du fonds (rémunération basée sur la performance) et qu'ils détiennent fréquemment une participation importante dans les fonds qu'ils gèrent.

⁷⁸² R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 6.

Par ailleurs, le fait qu'ils soient assujettis à une réglementation moins contraignante (puisque leurs bénéficiaires sont généralement des fonds institutionnels ou des personnes fortunées que l'on présume plus aptes à investir dans ce type de véhicule de placement) leur accorde une flexibilité accrue lorsqu'ils effectuent leurs investissements ou leurs interventions⁷⁸³. Les fonds de couverture font également face à moins de situations de conflits d'intérêts que les fonds de pension ou encore les banques ou les sociétés d'assurances qui doivent, avant d'effectuer une intervention auprès d'une société dont ils détiennent les titres, peser les conséquences économiques de l'intervention projetée sur leurs relations d'affaires⁷⁸⁴.

Les études portant sur l'activisme des fonds de couverture indiquent que les fonds de couverture ciblent généralement les sociétés de petite taille, afin d'être en mesure d'accumuler une participation importante au sein de ces dernières. De même, ils ont tendance à privilégier les sociétés dont les titres se transigent aisément, où l'on retrouve un nombre élevé d'actionnaires institutionnels⁷⁸⁵ ainsi qu'une couverture adéquate par les analystes financiers. En outre, les fonds de couverture s'intéressent particulièrement aux sociétés qui négligent les droits des actionnaires⁷⁸⁶, confirmant ainsi le fait que les fonds de couverture manifestent de l'intérêt pour les sociétés

⁷⁸³ Par exemple, les fonds de couverture n'ont pas d'obligations en ce qui a trait à la diversification du portefeuille détenu ou à la liquidité, ce qui leur permet de détenir une participation importante au sein d'une société. Par ailleurs, ils ont également la possibilité d'avoir recours aux produits dérivés afin de réduire leur niveau de risque.

⁷⁸⁴ Nicole M. BOYSON et Robert MOORADIAN, "Intense Hedge Fund Activists", (23 février 2010), p. 3, en ligne : SSRN <<http://ssrn.com/abstract=1571728>>.

⁷⁸⁵ En effet, les études révèlent que bien que les fonds de couverture aient la possibilité de faire l'acquisition de blocs importants d'actions au sein d'une société auprès de laquelle ils désirent effectuer une intervention, dans les faits, ils ne détiennent que rarement une participation importante au sein de ces dernières et ont conséquemment besoin de l'appui des autres actionnaires pour assurer la réussite de leurs démarches. Alon BRAV, Wei JIANG, Hyunseob KIM, "Hedge Fund Activism: A Review", (2009) 4 *Foundations and Trends in Finance* 185; p. 17, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=1551953>> et Nicole BOYSON et Robert M. MOORADIAN, "Hedge Funds as Shareholder Activists from 1994-2005", 31 juillet 2007, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=992739>>.

⁷⁸⁶ N.M. BOYSON et R. MOORADIAN, préc., note 784.

dont la gouvernance peut être améliorée et qui sont susceptibles de voir leur valeur s'accroître à la suite d'une intervention⁷⁸⁷.

1.1.2. Les autres acteurs

Tel que nous l'avons évoqué plus tôt, les différents types d'actionnaires institutionnels ne sont pas les seuls acteurs à percevoir les avantages qui peuvent être retirés de la mobilisation et des interventions visant à améliorer la gouvernance des sociétés canadiennes.

Nous proposons de nous attarder dans les lignes qui suivent sur deux types d'organisation qui sont apparus récemment sur la scène de l'activisme, mais qui jouent un rôle que l'on ne peut maintenant plus ignorer. En effet, à l'abri de toute réglementation, les regroupements d'actionnaires (1.1.2.1) et les firmes-conseils en matière d'exercice du droit de vote (1.1.2.2) participent à l'évolution de la gouvernance en ayant recours à des voies différentes, mais clairement significatives.

1.1.2.1. Les groupes d'actionnaires

Que ce soit le Mouvement d'éducation et de défense des actionnaires (le MÉDAC), ou encore le CCGG⁷⁸⁸, l'Association canadienne des

⁷⁸⁷ M. BECHT, J. FRANKS, C. MAYER et S. ROSSI, préc., note 462; April KLEIN et Emanuel ZUR, "Entrepreneurial Shareholder Activism: Hedge Funds and Other Private Investors", (2009) 64 *Journal of Finance* 187, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=913362>>; Nicole M. BOYSON et Robert M. MOORADIAN, "Know When to Hold 'Em, and Know When to Fold 'Em: The Success of Frequent Hedge Fund Activist", 15 mars 2011, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=1787649>>.

⁷⁸⁸ Par exemple, le CCGG soutient et met de l'avant des idées telles que l'abandon de l'élection des membres de l'administration par tranche et l'abandon de la règle de la majorité lors du vote sur leur élection. Il propose également l'adoption d'une attitude plus transparente de leurs objectifs et de leur stratégie d'affaires, particulièrement en ce qui a trait à la rémunération des dirigeants afin de permettre aux actionnaires de comprendre quels sont les incitatifs ou les effets dissuasifs recherchés par l'adoption d'un type de rémunération particulier.

gestionnaires de caisses de retraite (PIAC)⁷⁸⁹, ou le SHARE, les regroupements d'actionnaires contribuent de diverses façons aux différentes communications des actionnaires afin d'améliorer la gouvernance des sociétés ouvertes au Canada. Le plus souvent libres de contraintes ou de conflits d'intérêts de nature commerciale ou politique⁷⁹⁰, ils sont fréquemment financés par leurs membres ainsi que par différentes aides subventionnaires.

Enfin, bien que ces regroupements d'actionnaires ne soient assujettis à aucune réglementation particulière, ils divulguent régulièrement (soit par le biais de leur site internet ou des médias) leur position relative aux différents débats ainsi que les lignes directrices qu'ils préconisent et suggèrent à l'ensemble de leurs membres de suivre afin de tirer profit de toute publicité gratuite. Cette transparence, qui facilite les efforts de concertation des actionnaires d'une société qui possède un certain nombre d'actionnaires qui sont membres de ces regroupements ou qui sont eux-mêmes des organismes de défense des droits des actionnaires, contribue de manière significative aux efforts visant à améliorer la gouvernance des sociétés ouvertes. Ces regroupements d'actionnaires, tel que par exemple CCGG, contribuent, de même, à réduire le problème de resquillage dont nous avons fait état plus tôt, puisqu'ils permettent à un ensemble d'actionnaires de différentes natures d'exprimer un point de vue unique et de partager les bénéfices découlant de leurs efforts⁷⁹¹.

⁷⁸⁹ Le PIAC représente actuellement plus de 130 caisses de retraite qui gèrent des éléments d'actif globaux supérieurs à 909 milliards de dollars pour des millions de Canadiens.

⁷⁹⁰ Soulignons néanmoins que certains regroupements d'actionnaires représentent les intérêts de leurs membres qui, comme dans le cas du PIAC, appartiennent à un secteur particulier de l'industrie et qu'en ce sens les politiques mises de l'avant peuvent favoriser les intérêts de leurs membres plus que les intérêts des actionnaires des sociétés dont leurs membres détiennent les titres.

⁷⁹¹ J. YANG, E. WANG et Y. AN, préc., note 46, p. 28.

Soulignons en terminant, que les regroupements d'actionnaires sont très actifs au Canada et qu'ils contribuent, de par leurs actions et leurs communications dans les médias, à défendre les intérêts des actionnaires auprès des autorités législatives et des dirigeants des sociétés⁷⁹². Rassemblant l'information pertinente qu'ils transmettent à leurs membres et facilitant la communication entre les différents actionnaires, les groupes d'actionnaires représentent ainsi des acteurs importants qui permettent de faire évoluer l'attitude des dirigeants face aux mécanismes d'encadrement et de surveillance des sociétés par le poids qu'ils représentent et la pression qu'ils ont le pouvoir d'exercer.

1.1.2.2. Les firmes offrant des services de conseil en matière d'exercice du vote par le biais d'une procuration

Tel que nous l'avons vu, le poids décisionnel des investisseurs institutionnels est substantiel, mais ces derniers ne possèdent pas toujours les moyens nécessaires afin d'exercer de manière éclairée le droit de vote rattaché aux titres détenus dans leurs importants portefeuilles. Dans ce cadre, ils sont nombreux à recourir aux services de firmes professionnelles en matière d'exercice du droit de vote par procuration afin notamment de les assister dans l'élaboration de lignes directrices en ce qui concerne l'exercice de leur droit de vote ainsi que pour obtenir des services d'analyse et de recherche d'informations facilitant l'exercice des droits de vote qu'ils détiennent.

⁷⁹² Soulignons toutefois que le MÉDAC constitue le seul regroupement à soumettre des propositions d'actionnaires lors des assemblées annuelles. Néanmoins, il soumet annuellement une large partie des propositions examinées.

Cette façon de faire accorde un pouvoir d'influence important⁷⁹³ aux différentes firmes-conseils⁷⁹⁴, ce qui rend la compréhension du rôle de ces dernières pertinente lorsque l'on se questionne sur les solutions possibles aux problèmes de coordination des efforts des actionnaires institutionnels⁷⁹⁵ ainsi que sur les moyens de réduire les problèmes d'agence observables au

⁷⁹³ Ce pouvoir d'influence pousse même les émetteurs et les actionnaires à tenter de gagner leur soutien afin de s'assurer du succès de leur démarche. Par exemple, les sociétés impliquées dans une bataille de procuration émettront fréquemment un communiqué de presse soulignant l'appui d'une firme-conseil dans l'éventualité où cette dernière effectue une recommandation favorable à sa position. Stephen CHOI, Jill E. FISCH et Marcel KAHAN, "The Power of Proxy Advisors: Myth or Reality?", (2010) 59 *Emory Law Journal* 869, 871, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=1694535>>; Thomas W. BRIGGS, "Corporate Governance and the New Hedge Fund Activism: An Empirical Analysis", (2007) 32 *J. Corp. L.* 681, 693, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=911072>>.

⁷⁹⁴ Pensons notamment au cas de la fusion projetée de Hewlett-Packard et de Compaq Computer Corp. en 2002 qui a largement été décidée par l'appui donné par une firme-conseil importante (ISS) à la transaction ou encore au cas de 3M en 2003 où ISS pouvait influencer approximativement 50 % des titres en circulation de la société en lien avec un vote à être tenu sur une proposition d'actionnaire (vote qui a donné un appui de 58,9 % à la proposition en question). Une étude menée par Bethel et Gillan a notamment estimé que la firme ISS (maintenant Riskmetrics) avait le pouvoir d'influencer le vote d'environ 13 à 20 % des votes exprimés selon la société visée. Jennifer E. BETHEL et Stuart L. GILLAN, "The Impact of the Institutional and Regulatory Environment on Shareholder Voting", (octobre 2002) University of Delaware Working Paper No. 2002-002, en ligne : SSRN <<http://ssrn.com/abstract=354820>>. Une étude menée par Cotter, Palmiter et Thomas a par ailleurs démontré que cette influence est particulièrement notable lorsqu'il s'agit de titres détenus par des organismes de placement collectif. J. COTTER, A. PALMITER et R. THOMAS, préc., note 774. Néanmoins, selon Choi, Fisch et Kahan, l'importance que l'on accorde à ce pouvoir d'influence est exagérée et serait plutôt de l'ordre de 6 à 10 %. Cette étude, qui souligne le fait que les autres études entreprises accordent de l'importance à une seule firme-conseil et font abstraction des autres firmes existantes, reproche essentiellement aux autres études de ne pas faire de distinction entre la corrélation qui semble exister entre la recommandation et le résultat du vote et la cause réelle de ce résultat. Selon eux il y a de bonnes raisons de croire qu'il existe un chevauchement entre les informations qui influencent les recommandations des firmes-conseils et celles qui sont considérées importantes par un investisseur lorsqu'il exerce son droit de vote. En outre, ces auteurs ont considéré qu'il y avait un chevauchement entre les critères utilisés pour faire les recommandations et ceux qui ont été identifiés par les personnes du milieu universitaire, les législateurs et les médias. S.J. CHOI, J.E. FISCH et M. KAHAN,, préc., note 793 et Stephen J. CHOI, Jill E. FISCH et Marcel KAHAN, "Director Elections and the Influence of Proxy Advisors", mai 2008, NYU Law and Economics Research Paper No. 08-22; 3rd Annual Conference on Empirical Legal Studies Papers, Fordham Law Legal Studies Research Paper No. 1127282, en ligne : SSRN <<http://ssrn.com/abstract=1127282>>.

⁷⁹⁵ Ce que semblent démontrer certaines études, notamment celle menée par Cindy R. ALEXANDER, Mark A. CHEN, Duan J. SEPPI et Chester S. SPATT, "The Role of Advisory Services in Proxy Voting", (2008) 41 *American Law & Economics Association Paper* 1, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=1434658>>

sein de sociétés⁷⁹⁶. Par ailleurs, la prise d'importance de ces firmes, jumelée à la croissance observée de la valeur des portefeuilles d'actions gérés par les différents fonds institutionnels, soulève également un certain nombre de questions ayant trait notamment à leur fonctionnement interne et à l'influence qu'elles possèdent sur l'issue du vote tenu lors des assemblées d'actionnaires⁷⁹⁷.

En effet, certains ont exprimé des craintes face à l'influence que les firmes-conseils exercent sur l'issue du vote du fait que ces firmes ne peuvent être tenues responsables de l'effet qu'ont leurs recommandations sur la valeur des titres de la société. Effectivement, ces firmes ne subissent aucune conséquence découlant de ces recommandations puisqu'elles ne possèdent aucun titre dans les sociétés ciblées, n'ont aucune obligation envers les actionnaires de ces sociétés et ne sont assujetties à aucun encadrement réglementaire⁷⁹⁸. De plus, la quasi-absence de compétition⁷⁹⁹ et de

⁷⁹⁶ Ce que croit notamment la professeure Belinfanti. Tamara C. BELINFANTI, "The Proxy Advisory & Corporate Governance Industry: The Case for Increased Oversight and Control", (2009) 14 *Stan.J.Law.Bus. & Fin.*384, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=1557744>>

⁷⁹⁷ S. CHOI, J.E. FISCH et M. KAHAN, préc., note 793.

⁷⁹⁸ Notamment, ces dernières sont expressément exclues de la définition de sollicitation de procuration contenue à l'article 1.1 du Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue qui indique que le fait pour une personne de fournir des conseils à un actionnaire qui est son client, lorsque ces conseils visent des questions de finance, de gouvernance ou de vote par procuration, lorsque cette personne déclare aux porteurs ses relations significatives avec l'émetteur assujetti et les membres du même groupe que lui ou avec un porteur qui a présenté à cet émetteur une question qu'il entend soumettre à l'assemblée des porteurs ainsi que ses intérêts importants dans un élément sur lequel elle donne ces conseils, que la personne ne reçoit une commission ou une rémunération pour ces conseils que de la part du client à qui ils sont fournis et que ces conseils ne sont pas fournis au nom d'une personne sollicitant des procurations ou d'un candidat à l'élection des administrateurs, ne constitue pas une sollicitation de procuration. Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue, préc., note 379, art. 1.1. De même, l'article 68 du Règlement d'application de la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* prévoit également que sont exclus de la définition de « sollicitation » prévue au sous-alinéa *b*(vii) de l'article 147 les communications qui sont adressées aux actionnaires en qualité de clients lorsque cette dernière est faite par une personne qui, dans le cours normal de ses activités, dispense des conseils financiers ou des conseils sur la gouvernance d'entreprise ou le vote par procuration, mais elle traite de conseils sur le vote par procuration si la personne divulgue les liens importants existants entre elle et la société, une société de son groupe ou un actionnaire ayant soumis une proposition en vertu du paragraphe 137(1) de la Loi, de même que tout intérêt important qu'elle possède concernant la question sur laquelle elle dispense ses conseils, qu'elle reçoit, uniquement de l'actionnaire ou des actionnaires, qui ont reçu des conseils relatifs au vote par procuration, une rémunération spéciale et qu'elle dispense

transparence⁸⁰⁰ dans cette industrie ne permet certes pas de compter sur la force du marché pour assurer une certaine discipline des différentes firmes⁸⁰¹.

Par ailleurs, le risque de conflit d'intérêts qui découle de la combinaison de l'offre de services de consultation aux sociétés et à l'offre de services-conseils en matière d'exercice du droit de vote qu'ils offrent aux investisseurs institutionnels, peut faire douter de l'objectivité des recommandations qui sont présentées à ces derniers⁸⁰². Cette situation semble d'autant plus questionnable dans un contexte où certaines firmes-conseils proposent également à leurs clients institutionnels de se charger de l'exercice du vote rattaché aux titres détenus par ces derniers sans nécessairement qu'une supervision adéquate ne soit assurée par les actionnaires institutionnels.

Néanmoins, malgré ces appréhensions, une étude récente a fait valoir que les firmes-conseils agissent comme des intermédiaires qui regroupent l'information pertinente et utile à l'exercice du droit de vote des actionnaires institutionnels plutôt que comme un centre décisionnel autonome agissant sans considération pour les intérêts de ses clients ou de leur approche générale face à l'exercice de leur droit de vote⁸⁰³. Entre autres, les auteurs de cette étude ont suggéré que ce type de service propose une analyse

des conseils sur le vote par procuration pour le compte de personnes autres que celles qui sollicitent des procurations ou qui posent leur candidature à un poste d'administrateur.

⁷⁹⁹ T.C. BELINFANTI, préc., note 796, p. 12 de la version en ligne.

⁸⁰⁰ Néanmoins, s'il n'y a pas d'obligation légale de divulgation s'appliquant spécifiquement à leurs activités, soulignons toutefois que les firmes-conseils affichent actuellement les lignes directrices qui guident leurs recommandations et remettent des rapports en lien avec leurs recommandations à leurs clients, ce qui est susceptible de limiter dans une certaine mesure les comportements abusifs.

⁸⁰¹ S. CHOI, J.E. FISCH et M. KAHAN, préc., note 793, 872.

⁸⁰² En effet, les différentes firmes-conseils se distinguent de par les sociétés qu'elles surveillent, le type d'information qu'elles fournissent, le type de services qu'elles procurent à leurs clients et de par les services concurrents qu'elles proposent également aux émetteurs.

⁸⁰³ S. CHOI, J.E. FISCH et M. KAHAN, préc., note 793; Voir au même effet S.J. CHOI, J.E. FISCH et M. KAHAN, préc., note 794, p. 52.

ainsi que des recommandations qui reflètent tout simplement ce que le client institutionnel aurait fait lui-même s'il avait entrepris une démarche lui permettant de regrouper l'information nécessaire à la prise d'une décision éclairée en lien avec l'exercice des droits de vote qu'il détient⁸⁰⁴.

Cette conclusion se justifie, selon eux, de diverses façons. Notamment, il est possible qu'une firme-conseil ainsi que son client institutionnel aient recours à des caractéristiques similaires pour déterminer l'orientation à donner au vote⁸⁰⁵. Dans la mesure où les mêmes éléments guident les recommandations des firmes-conseils et l'exercice du droit de vote des investisseurs institutionnels, il y a fort à parier que le vote et les recommandations formulées iront dans le même sens, mais que les recommandations ne seront pas nécessairement la cause de la façon dont le vote sera ultimement exercé.

Par ailleurs, il est également possible que la firme-conseil serve seulement à regrouper l'information utile pour son client et que ce dernier en fasse par la suite l'analyse afin d'être à même de prendre une décision éclairée sur la façon dont il exercera son droit de vote. En effet, lorsqu'une firme-conseil effectue une recommandation, elle joint généralement à cette dernière le rationnel l'ayant mené à cette conclusion⁸⁰⁶. De même, ces auteurs suggèrent que le client choisit normalement la firme-conseil avec laquelle il désire maintenir une relation d'affaires si cette dernière possède une méthode d'analyse ou effectue des recommandations qui correspondent à une façon d'envisager l'exercice des votes qui lui correspond. Dans ce

⁸⁰⁴ S. CHOI, J.E. FISCH et M. KAHAN, "préc.", note 793, 906.

⁸⁰⁵ Bien que les spécifications précises que doivent posséder une société afin que l'on considère qu'elle est bien gérée sont difficiles à identifier avec précision, il demeure que l'on s'entend généralement sur les grandes lignes de ce que les académiciens, les législateurs ou les médias considèrent comme des règles de bonne gouvernance.

⁸⁰⁶ Il est certain que dans l'éventualité où un investisseur se fie uniquement au rapport de la firme-conseil comme source d'information, cela permet à la firme-conseil d'exercer une influence plus grande sur l'issue du vote en divulguant seulement une partie de l'information disponible selon le résultat désiré.

cadre, dans l'éventualité où les critères retenus ne correspondent plus aux valeurs défendues par un fonds institutionnel, l'investisseur a toute liberté de recourir aux services d'une firme concurrente.

En outre, si l'on considère que les firmes-conseils retireraient peu d'avantages de l'adoption d'un comportement opportuniste visant notamment à protéger une société donnée (par exemple, contre le versement par cette dernière d'un certain montant d'argent), de même que le fait que l'information à laquelle elles ont recours pour formuler leurs recommandations soit de l'information publique accessible par les autres actionnaires et donc vérifiable⁸⁰⁷, ainsi que le fait que les investisseurs qui font appel à leurs services demeurent libres d'effectuer eux-mêmes leurs recherches et de faire un choix quant à la manière dont leur droit de vote sera ultimement exercé, il semble que les risques liés à leurs activités soient limités⁸⁰⁸.

1.2. Les questions privilégiées par les investisseurs institutionnels

Les différents acteurs dont nous avons fait état possèdent des motivations multiples justifiant leur intérêt pour une attitude plus interventionniste au sein des sociétés dont ils détiennent les titres. En effet, ce choix peut notamment s'expliquer par l'effet des récentes crises financières qui ont conduit plusieurs investisseurs institutionnels à s'intéresser ou à participer plus activement à la surveillance des sociétés dans lesquelles ils ont investi, ou

⁸⁰⁷ Si les firmes-conseils peuvent sélectionner quelle information ils transmettront à leurs clients au soutien de leur recommandation et que, de ce fait elles exercent une certaine influence sur le résultat du vote, on conçoit mal pourquoi ces dernières se prêteraient à ce jeu.

⁸⁰⁸ De ce fait, nous croyons que si une solution préventive doit être mise en place afin d'éviter certains comportements opportunistes, elle consiste en l'éducation des investisseurs institutionnels qui ultimement conservent l'obligation d'exercer leur droit de vote de manière prudente et dans l'intérêt de leurs bénéficiaires. Ces derniers doivent en effet concevoir les firmes-conseils comme des agents qui regroupent l'information disponible en lien avec l'exercice de leur droit de vote plutôt que comme des agents qui détiennent une autonomie de choix. En ce sens, une récente étude canadienne a d'ailleurs souligné son hésitation à imposer un encadrement plus strict des firmes-conseils. C. HANSELL, M. CONNELLY, M. DISNEY et al., préc., note 400, p. 176.

tout simplement parce qu'un regroupement d'actionnaires souhaite promouvoir un idéal qu'il défend. De même, un investisseur peut privilégier une attitude plus interventionniste parce qu'il peut difficilement vendre les titres composant son portefeuille dans l'éventualité où une société performe moins bien, ou encore, parce qu'il souhaite obtenir un niveau de rentabilité plus élevé que celui obtenu par la concurrence.

Bien que l'activisme actionnarial soit généralement perçu comme la réponse donnée par des actionnaires insatisfaits face à certains aspects de la gestion d'une société donnée afin d'en améliorer la performance et d'obtenir des changements sans nécessairement passer par un changement de contrôle⁸⁰⁹, l'activisme actionnarial peut également viser à influencer les choix et les activités des dirigeants sans par ailleurs que la mesure proposée n'ait pour objectif d'accroître la valeur de la société dans l'intérêt de l'ensemble des actionnaires.

Afin de déterminer si les interventions accroissent la valeur des sociétés ouvertes et si elles doivent être encouragées, il est nécessaire de préciser quels sont les questions visées par ces interventions. Or, malgré l'impossibilité d'établir un portrait précis des sujets intéressants les différents investisseurs institutionnels, il est néanmoins possible de tirer certaines conclusions de l'information qui est rendue disponible. Même si nous devons nous prêter à certaines conjectures, cette démarche est importante puisque les enjeux liés à la gouvernance des sociétés ainsi qu'à la protection des droits des actionnaires (1.2.1), de même que les questions de gestion interne propres à une société (1.2.2.) ou encore les enjeux de nature environnementale ou sociale (1.2.3) ne risquent pas d'entraîner les mêmes

⁸⁰⁹ Stuart L. GILLAN et Laura T. STARKS, "The Evolution of Shareholder Activism in the United States", (2007) 19 *Journal of Applied Corporate Finance* 55; p. 5 de la version en ligne, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=959670>>.

conséquences dans l'éventualité où l'intervention d'un investisseur institutionnel obtient l'appui des dirigeants ou d'une majorité d'actionnaires.

1.2.1. Les questions intéressant la protection des droits des actionnaires et la gouvernance des sociétés

Depuis 2003⁸¹⁰, on a pu constater que les investisseurs ayant eu recours au mécanisme des propositions d'actionnaires ont eu tendance à en faire usage essentiellement pour faire connaître leur position relativement à des questions liées aux droits des actionnaires ou à la gouvernance des sociétés, et plus spécifiquement pour des questions liées à la rémunération versée aux dirigeants et aux administrateurs.

Tableau 1
Propositions déposées par année et par sujet

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	TOTAL
Questions liées aux droits des actionnaires et à la gouvernance	48	31	17	58	84	101	43	58	118	73	32	658
Autres sujets	6	8	9	14	24	39	28	39	60	25	16	273
TOTAL	54	39	26	72	108	140	71	97	178	98	48	931

Une explication de cette situation se trouve possiblement dans le fait que les proposants privilégient rationnellement⁸¹¹ le type de proposition qui est le plus susceptible d'obtenir l'appui des actionnaires de la société. Or, comme les investisseurs institutionnels détiennent généralement une large part des titres des sociétés et que ces derniers ont généralement tendance à donner

⁸¹⁰ La période forte d'envoi de procurations de 2003 a été la première suivant l'adoption du Sarbanes Oxley Act états-unien et la première saison où les actionnaires des sociétés canadiennes ont pu soumettre des propositions d'actionnaires à la suite des modifications ayant été apportées à la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* afin de retirer certains des obstacles limitant les interventions des actionnaires. L. CHAMPOUX-PAILLÉ, préc., note 734, p. 7, J. YANG, E. WANG et Y. AN, préc., note 46, p. 12 et 19.

⁸¹¹ Une analyse des coûts et des bénéfices les poussant possiblement dans ce sens.

leur appui aux questions liées à la gouvernance des sociétés, on peut penser que ce type de proposition a plus de chance d'être mis de l'avant⁸¹² compte tenu de leur plus grande chance de succès.

Appuyant cette assertion, une étude canadienne récente a fait état que l'objet le plus fréquent des propositions d'actionnaires effectuées entre 2001 et 2008 était l'attribution d'options d'achat d'actions aux dirigeants des sociétés. En effet, 33 % de toutes les propositions d'actionnaires⁸¹³ visaient des questions liées à la direction de la société et sur ce lot 70 % des propositions s'intéressaient à la question de la rémunération des dirigeants et de l'attribution d'options d'achat d'actions⁸¹⁴. Or, pendant cette même période les questions ayant reçu le plus haut niveau d'appui étaient essentiellement des questions de gouvernance, qui visaient des sujets tels que les indemnités de fin d'emploi accordées aux dirigeants (24,4 % en moyenne), l'interdiction d'occuper à la fois le poste de président et d'administrateur de la société (36,6 %), l'attribution d'option permettant l'acquisition d'actions (14,4 %), et les régimes de retraite accordés aux dirigeants (23,6 %)⁸¹⁵. Ainsi, si le taux de succès des propositions est relativement peu élevé – près de 60 % d'entre elles ont obtenu moins de 15% au cours des dix dernières années– il semble que les propositions abordant des questions de gouvernance et de rémunération des dirigeants soient celles qui ont connu le plus de succès⁸¹⁶. Comparativement, le soutien accordé aux propositions touchant des sujets n'étant pas liés aux questions de gouvernance a été de 9,5 % en moyenne dans les onze

⁸¹² Par exemple, des questions ayant trait à la confidentialité de l'exercice du droit de vote par les actionnaires, à l'adoption d'un niveau maximal de rémunération des dirigeants, ou encore, à la modification de la composition du conseil d'administration afin d'y inclure un pourcentage plus élevé de femmes. B.S. BLACK, "Shareholder Passivity Reexamined", préc., note 6, 580-581.

⁸¹³ De ce pourcentage un peu plus de 20 % à des propositions ont été faites par des investisseurs institutionnels. L. CHAMPOUX-PAILLÉ, préc., note 734, p. 9.

⁸¹⁴ J. YANG, E. WANG et Y. AN, préc., note 46, p. 13. Voir au même effet, A. MORGAN et J. WOLF, préc., note 9, 145.

⁸¹⁵ J. YANG, E. WANG et Y. AN, préc., note 46, p. 17.

⁸¹⁶ L. CHAMPOUX-PAILLÉ, préc., note 734, p. 12.

dernières années, ce qui représente un pourcentage sensiblement moins élevé.

Tableau 2
Soutien accordé par année aux propositions autres (moyenne %)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	MOYENNE
Soutien aux propositions autres	12,75	6,74	9,98	11,23	13,9	3,93	10,2	7,84	6,63	8,67	12,66	9,5%

Cette tendance des investisseurs institutionnels à appuyer les propositions relatives à la gouvernance des sociétés s'explique possiblement par le fait que les actionnaires institutionnels⁸¹⁷ gèrent des portefeuilles qui sont généralement hautement diversifiés et que, ce faisant, leurs efforts sont plus rentables s'ils contribuent à un changement systémique dans la gouvernance des sociétés plutôt qu'à l'implantation d'une mesure modifiant le comportement d'une seule société⁸¹⁸. En effet, lorsqu'une question affecte plus d'une société et que l'accueil de la mesure proposée relève du jugement et de la perception des actionnaires sur une question générale de gouvernance plutôt que sur de l'information liée à la gestion interne de la société, les investisseurs sont généralement plus prompts à investir temps et argent pour faire la promotion de l'idée⁸¹⁹.

Outre la nature des propositions formulées par les actionnaires, les lignes directrices adoptées par certains investisseurs institutionnels ainsi que par les différents regroupements d'actionnaires nous fournissent également un indice de la tendance des investisseurs institutionnels à privilégier les

⁸¹⁷ Soulignons malgré tout que ce n'est que depuis quelques années que les investisseurs institutionnels forment le groupe de proposants le plus important (si l'on exclu le MÉDAC qui a lui seul formule habituellement la plupart des propositions d'actionnaires recensées). L. CHAMPOUX-PAILLÉ, préc., note 734, p. 7.

⁸¹⁸ O.H. DOMBALAGIAN, préc., note 265, 1250.

⁸¹⁹ L.A. BEBCHUK, "The Case for Increasing Shareholder Power", préc., note 438, 881.

questions liées à la gouvernance plutôt que pour celles relatives à l'environnement ou à l'éthique sociale. Notamment, lorsque l'on examine les politiques relatives à l'exercice des droits de vote rattachés aux titres détenus par l'Ontario Teachers' Pension Plan (OTPP), ainsi que la manière dont ces derniers ont effectivement exercé leur droit de vote par le passé, on constate l'importance de la place qu'occupent les questions de gouvernance dans leur implication auprès des sociétés dont ils détiennent les titres. Mentionnons, à titre d'illustration de ceci, un énoncé de la politique du OTPP qui prévoit que les considérations non financières ne peuvent avoir préséance sur les responsabilités fiduciaires du fonds qui les obligent à rechercher un haut rendement dans le respect d'un niveau de risque acceptable, et cela, malgré que le fonds considère que la prise en compte de ces questions par la société et ses administrateurs participe à la maximisation de la valeur de la société dans le meilleur intérêt de ses actionnaires. Par ailleurs, même si des éléments liés à la responsabilité sociale de l'entreprise guident les investissements qui sont effectués par l'OTPP, celui-ci précise que l'examen de ces critères lors de son choix de placement ne vise pas à se substituer aux obligations des organismes réglementaires et à la législation encadrant les activités de ces sociétés.

De même, on retrouve également une manifestation de cet intérêt pour les questions liées à la gouvernance dans les démarches menées et les recommandations formulées par les différents regroupements d'actionnaires. Par exemple, la page Internet rapportant la participation du CCGG dans le cadre des diverses consultations publiques nous apprend que celui-ci intervient essentiellement lorsqu'il s'agit de questions de gouvernance⁸²⁰. De même, le recensement de leurs différentes interventions médiatiques nous

⁸²⁰ CCGG Submissions, en ligne : CCGG
<<http://www.ccg.ca/index.cfm?pagepath=Submissions&id=17585>>.

indique également que leurs démarches visent principalement à améliorer la gouvernance des sociétés dont les titres sont détenus par leurs membres⁸²¹.

Dans tous les cas, cette préférence pour les questions liées à la gouvernance se comprend à la lumière de l'importance des investissements que les investisseurs institutionnels détiennent fréquemment au sein d'une même société, et considérant que leur succès économique est largement tributaire du rendement de ces sociétés et de leur saine gestion. En effet, malgré l'absence de consensus sur les retombées positives découlant de la mise en place de règles de gouvernance au sein des sociétés, puisque soumise à diverses influences légales, historiques et institutionnelles, leur nécessité ne semble pas être mise en doute.

1.2.2. Les questions de gestion interne propres à une société

Une étude de 2007 s'intéressant notamment à la nature des propositions d'actionnaires soumises auprès des sociétés canadiennes a établi que les questions spécifiques de gestion interne ont fait l'objet de beaucoup moins de propositions d'actionnaires que les autres sujets⁸²². Or, si nous reconnaissons d'emblée que le recours aux propositions d'actionnaires n'est pas nécessairement représentatif d'une réalité globale, puisque les questions de gestion interne peuvent être abordées par le biais de mécanismes différents⁸²³, nous croyons que cette pratique et les choix qu'elle implique participent néanmoins à la compréhension des préférences des investisseurs.

⁸²¹ CCGG in the News, en ligne : CCGG <http://www.ccg.ca/index.cfm?pagepath=Media_Gallery&id=27442>.

⁸²² Cette étude portait sur les propositions d'actionnaires effectuées entre 2001 et 2005. A. MORGAN et J. WOLF, préc., note 9, 142.

⁸²³ Dans les faits, les questions spécifiques sont, de par la loi applicable, plus souvent qu'autrement soumises au vote des actionnaires.

En effet, tel que nous l'avons mentionné dans le cadre de la première partie, les économies d'échelle qui sont réalisées par les actionnaires institutionnels lorsqu'ils détiennent des titres dans de nombreuses sociétés vivant des problèmes de gouvernance similaires diminuent le problème d'action collective et accroissent les chances que ces derniers interviennent globalement afin d'améliorer la gouvernance de l'ensemble de ces sociétés⁸²⁴. Corrélativement, dans ce cadre, on peut logiquement s'attendre à ce que les problèmes affectant le fonctionnement d'une seule société obtiennent une attention moindre de la part des activistes institutionnels puisque le temps, l'argent et les efforts que peut exiger la préparation et la mise en œuvre d'une intervention unique seront souvent disproportionnés ou injustifiés en comparaison avec les bénéfices pouvant en résulter.

En outre, comme différents facteurs seront normalement pris en considération par un actionnaire institutionnel afin de déterminer s'il est opportun ou non d'effectuer une intervention spécifique, la décision d'intervenir ou pas s'effectuera au cas par cas⁸²⁵. Ainsi, il est prévisible que les interventions dans la gestion courante des affaires des sociétés par les investisseurs institutionnels ne seront pas fréquentes⁸²⁶ puisque les actionnaires institutionnels ne posséderont que rarement l'intérêt justifiant un investissement de temps et d'argent afin de réunir l'expertise ou les connaissances spécifiques pour le faire⁸²⁷. Ceci est d'autant plus vrai que la majorité d'entre eux considère qu'il est préférable de ne pas intervenir dans le processus décisionnel confié aux dirigeants ou de faire de la microgestion⁸²⁸.

⁸²⁴ B.S. BLACK, "Shareholder Passivity Reexamined", préc., note 6, 524 et 580.

⁸²⁵ Par exemple, l'importance de la participation détenue au sein d'une société donnée pourra avoir une influence sur le choix d'aborder une question spécifique avec les dirigeants d'une société.

⁸²⁶ S.M. BAINBRIDGE, préc., note 5, p. 13.

⁸²⁷ J.G. MacINTOSH, préc., note 7, 168; B.S. BLACK, "Shareholder Passivity Reexamined", préc., note 6, 580.

⁸²⁸ Notamment, les lignes directrices du CCGG indiquent à ses membres de s'assurer que le conseil d'administration et les dirigeants des sociétés dont ils détiennent les titres maintiennent une structure et des mécanismes de contrôle appropriés afin d'atteindre les

1.2.3. Les questions éthiques, sociales et politiques

Pour certains, les questions éthiques, politiques ou sociales ne sont aucunement liées à l'objectif premier que doivent poursuivre les dirigeants d'une société, c'est-à-dire celui de maximiser l'avoir des actionnaires. Ce faisant, pour ces derniers, les actionnaires ne devraient pas avoir recours aux mécanismes prévus dans la législation sur les sociétés afin de promouvoir des idéaux qu'ils peuvent faire valoir par d'autres véhicules. Or, malgré cette position, il semble que ce type de question ait néanmoins pris une importance notable⁸²⁹.

De plus en plus d'investisseurs effectuent des pressions afin que les sociétés dans lesquelles ils investissent se comportent en bons citoyens corporatifs et qu'ils adoptent une approche favorisant un développement économique durable dans l'objectif d'accroître la richesse à long terme⁸³⁰.

objectifs de la société et de maximiser la valeur de cette dernière dans l'intérêt de ses actionnaires. Ce n'est que lorsque cette surveillance révèle des problèmes de gouvernance que l'actionnaire doit intervenir dans le meilleur intérêt de ses bénéficiaires. Ainsi, selon ces règles : « Issues that might lead to active engagement include concerns about:

- the quality of a company's disclosure
- the company's approach to governance, including the rights afforded to shareholders and the board's approach to executive compensation, and/or
- the board's oversight of risk, including environmental and social risks.” *2010 Principles for Governance Monitoring, Voting and Shareholder Engagement*, en ligne : <http://www.ccg.ca/site/ccgg/assets/pdf/Principles_for_Governance_Monitoring_Voting_and_Shareholder_Engagement-Formatted__2_.pdf>. De même, les lignes directrices guidant le droit de vote de l'Ontario Teachers Pension Plan indique notamment qu'ils évalueront chacune des propositions d'actionnaires, mais que le fonds votera contre la plupart de ces dernières considérant leur compréhension du fait que les membres de la direction doivent avoir la liberté et la flexibilité nécessaire à l'exercice de leurs fonctions dans le respect des particularités de la société visée. *Corporate Governance Policies and Proxy Voting Guidelines*, art. 1, en ligne : <http://www.otpp.com/wps/wcm/connect/otpp_fr/home/investissement+responsable/gouvernance/guideline>.

⁸²⁹ On retrouve la trace des premières manifestations de ce type d'intervention dans les décisions *Varity Corp. c. Jesuit Fathers of Upper Canada*, [1987] 59 O.R. 2d 459 (H.C.J.), appel rejeté [1987] 60 O.R. 2d 640 (Ont. C.A.) et *Greenpeace Foundation of Canada c. Inco Ltd*, [1984] O.J. N° 274 (Ont. S.C.).

⁸³⁰ On retrouve fréquemment dans les lignes directrices des différents investisseurs institutionnels canadiens une référence à la notion d'investissement socialement responsable qui vise à favoriser le respect de la communauté dans laquelle la société évolue, les relations avec les employés, la création et le maintien de l'emploi, ainsi que les préoccupations environnementales.

Confirmant ceci, une étude canadienne⁸³¹ a récemment indiqué qu'entre les années 2001 et 2008, les propositions visant des sujets liés aux questions sociales, éthiques et environnementales avaient constitué 15 % de toutes les propositions d'actionnaires soumises⁸³².

Or, la recrudescence de ces questions a notamment été rendue possible par certains changements ayant été apportés à la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* en 2001 par le législateur fédéral afin de retirer le pouvoir explicite que possédaient les sociétés de refuser d'insérer les propositions d'actionnaires qui avaient pour objectif principal de servir des fins générales d'ordre économique, politique, religieux ou social⁸³³. De ce fait, depuis ces modifications, la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* prévoit désormais le droit pour les sociétés fédérales de refuser les propositions qui ont un objet qui n'est pas lié de façon importante aux activités commerciales ou aux affaires internes de la société, mais non pas celui de les refuser sur la base du sujet visé par ces dernières⁸³⁴.

Bien que prisées au Canada, ces questions ne reçoivent généralement pas un soutien très important de la part des actionnaires de la société⁸³⁵. Néanmoins, une étude menée par le groupe SHARE soulignait récemment que les fonds communs de placement étaient, malgré tout, plus susceptibles de soutenir une proposition d'actionnaires abordant des questions environnementales ou sociales que lorsque les propositions visent des questions de gouvernance⁸³⁶. De plus, ce nouvel intérêt semble avoir un impact sur les politiques d'entreprise ainsi que sur les pratiques adoptées

⁸³¹ J. YANG, E. WANG et Y. AN, préc., note 46, p. 5.

⁸³² *Id.*, p. 13.

⁸³³ Aaron A. DHIR, "Realigning the Corporate Building Blocks: Shareholder Proposals as a Vehicle for Achieving Corporate Social and Human Rights Accountability", (2006) 43 *Am. Bus. L.J.* 365, 368.

⁸³⁴ Art. 137(5) L.c.s.a.

⁸³⁵ A.A. DHIR, préc., note 833, 387.

⁸³⁶ L. O'NEILL et J. COOK, préc., note 774.

par les sociétés en général en ce qui a trait aux procédures d'opération et à leurs relations avec les diverses parties prenantes⁸³⁷.

Ceci s'explique notamment par l'impact sur la valeur des titres que peut entraîner une attitude passive des dirigeants face à une question éthique. En effet, des études ont démontré que le dévoilement d'un comportement non éthique par une société ouverte est généralement accompagné d'une pénalité statistiquement significative sur le prix de l'action⁸³⁸. Tel que le soulignaient Fischer et Khoury : « [f]rom the point of view of corporate governance, the findings of this paper suggest that ignoring ethical concerns triggers a negative reaction from investors, as they defect to firms that display higher ethical standards⁸³⁹. »

Malgré cela, nombreux sont les investisseurs institutionnels qui se gardent de prendre part à ce type de débat. À titre d'illustration, l'Ontario Teachers' Pension Plan indique sur son site Internet que malgré l'importance des enjeux liés à la responsabilité sociale pour assurer la rentabilité à long terme de la société, leurs obligations fiduciaires font en sorte qu'ils n'interviendront que rarement en lien avec ces sujets. Néanmoins, ils encouragent les sociétés dont ils détiennent les titres à élaborer des politiques et des pratiques permettant de résoudre les enjeux de la responsabilité sociale propres à leurs activités. De même, la Caisse de dépôt et placement du Québec reconnaît que la responsabilité sociale d'une entreprise doit faire partie de ses critères d'investissement sans toutefois en constituer le seul

⁸³⁷ A.A. DHIR, préc., note 833, 405.

⁸³⁸ Deborah L. GUNTHORPE, "A Quantitative Analysis of the Impact of Unethical Behaviour by Publicly Traded Corporations", (1997) *Journal of Business Ethics* 16; Robert D. KLASSEN et Curtis P. McLAUGHLIN, "The Impact of Environmental Management on Firm Performance", (1996) 8 *Management Science* 42; Klaus FISCHER et Nabil KHOURY, "The Impact of Ethical Rating on Canadian Security Performance: Portfolio Management and Corporate Governance Implications", (2007) Université du Québec à Montréal, Faculté de gestion, en ligne : SSRN <<http://ssrn.com/abstract=664663>>. Même si d'autres études en sont arrivées à des résultats contraires : John B. GUERARD, "Is There a Cost to Being Socially Responsible in Investing", (1997) 2 *Journal of Investing* 6.

⁸³⁹ K. FISCHER et N. KHOURY, préc., note 838, p. 22.

fondement. Dans ce cadre, l'approche privilégiée par la Caisse en matière d'investissement responsable s'articule autour des volets suivants : l'engagement actionnarial, l'intégration des critères ESG dans le processus d'analyse et de décision des investissements, et, exceptionnellement, l'exclusion de titres spécifiques⁸⁴⁰.

Enfin, soulignons qu'à l'image de cette prédilection, les médias ne rapportent que rarement des cas d'intervention menée par des investisseurs institutionnels auprès des dirigeants des sociétés et peu de recours opposant des investisseurs institutionnels à des sociétés font partie des annales judiciaires en lien avec ces questions.

1.3. Le type d'intervention menée par les investisseurs institutionnels auprès des sociétés canadiennes

L'activisme des investisseurs institutionnels s'exprime de différentes façons. Notamment, il peut prendre la forme d'un vote contre une proposition soumise par les dirigeants de la société, d'une participation aux assemblées annuelles d'actionnaires (par exemple, par une participation à la période de questions), de la soumission d'une proposition d'actionnaire ou de l'organisation d'une bataille de procurations sur une question de gouvernance de la société, ou encore de l'adoption d'une stratégie de placement relationnel (c.-à-d. de la détention d'une participation importante dans une société, ou de la représentation sur le conseil d'administration et d'un engagement à long terme envers la société)⁸⁴¹. De même, les actionnaires institutionnels peuvent menacer d'exercer leur droit de

⁸⁴⁰ *Politique – Investissement responsable*, en ligne : Caisse de dépôt et placement du Québec
<http://www.lacaisse.com/fr/gouvernance/Documents/politique_investissement_responsable_fr.pdf>.

⁸⁴¹ M. PATRY et M. POITEVIN, préc., note 448, à la page 427; Jeffrey G. MacINTOSH et Lawrence P. SCHWARTZ, "Do Institutional and Controlling Shareholders Increase Corporate Value?", dans *La prise de décision dans les entreprises au Canada*, Document de recherche d'Industrie Canada, Ministère des approvisionnements et services Canada, 1995, p. 311.

dissidence, obtenir l'appui des organismes d'autoréglementation compétents afin d'arrêter une transaction, ou exprimer publiquement leur insatisfaction à l'égard de la direction, ou d'une mesure recommandée par elle⁸⁴².

L'activisme s'exprime également de manière plus discrète par l'envoi de lettres, par la tenue de rencontres consultatives avec la direction de la société sur des questions diverses⁸⁴³ ou par la recherche de l'appui d'autres investisseurs institutionnels⁸⁴⁴ ou d'un important actionnaire afin d'être en mesure d'exercer des pressions sur les dirigeants afin d'infléchir ces derniers dans un sens leur étant favorable (cela peut notamment se faire par l'adoption et la distribution de lignes directrices ayant trait à l'exercice du vote par procuration). Plus exceptionnellement, les investisseurs institutionnels ont recours aux tribunaux ou tentent par leur lobbying d'influencer le gouvernement en place afin d'obtenir des politiques plus avantageuses.

Or, parmi toutes ces mesures, quelles sont celles qui sont privilégiées par les investisseurs institutionnels pour parvenir à augmenter la valeur de l'avoir des actionnaires ou encore à augmenter les rendements financiers de

⁸⁴² J.G. MacINTOSH et L.P. SCHWARTZ, préc., note 841.

⁸⁴³ Par exemple, un des objectifs que se fixe le CCGG consiste à : "Be a constructive partner with boards and management and encourage leading companies to adopt the highest standards of governance and act as role models. The CCGG will generally not publicly target the deficiencies of specific companies, but will privately engage them in a thoughtful discussion of our governance guidelines." De même, l'énoncé de principes ayant trait à l'activisme de ses membres énonce que : "A Member, either directly or through contracted research providers, can monitor performance through the following avenues:

- review of annual reports, management information circulars, and other public documents (including meeting resolutions) of the Company;
- attendance at Company meetings, where they may raise questions about Company affairs;
- participation in active dialogue with the Company's board and/or senior management;
- and
- research and information sharing among investors or investor groups."

⁸⁴⁴ À titre d'illustration, nous pouvons penser notamment au fait que le Ontario Teachers' Pension Plan est l'un des membres fondateurs du CCGG dont la mission est de promouvoir l'adoption de pratiques de bonne gouvernance par les sociétés dont les titres sont détenus par ses membres.

l'entreprise dans laquelle ils détiennent des parts? C'est ce que nous tenterons de déterminer dans les pages qui suivent.

1.3.1. Les pratiques courantes d'intervention des actionnaires institutionnels

Au Canada, les interventions menées par les investisseurs institutionnels ainsi que les regroupements formés par ceux-ci s'appuient habituellement sur la collaboration plutôt que sur des batailles de procuration en vue de faire évoluer les méthodes de gouvernance d'entreprise. En effet, contrairement à la situation observée chez nos voisins états-uniens, il semble exister une culture du compromis et de la négociation au Canada. Or, cette façon de faire possède toutefois ses limites.

1.3.1.1. Le « Wall Street Walk »

Lorsqu'un actionnaire a connaissance du fait que les dirigeants n'agissent pas dans le meilleur intérêt de la société, il semble rationnel que ce dernier souhaite se départir de ses titres. Cette mesure, aussi connue sous les expressions anglophones « Wall Street Walk » ou « Wall Street Rule », constitue sans doute le mode d'expression qui est le plus facile à mettre en œuvre et, dans les faits, constitue la voie la plus fréquemment employée par les actionnaires⁸⁴⁵. En ce sens, il nous apparaît justifié de consacrer quelques lignes à cette forme de manifestation de l'insatisfaction des actionnaires qui constitue une autre approche à ce que l'on conçoit généralement comme de l'activisme à proprement dit, puisque tel que le soulignaient Anat Admati et Paul Pfleiderer, la vente des titres détenus par

⁸⁴⁵ Robert PARRINO, Richard W. SIAS et Laura T. STARKS, "Voting with their Feet: Institutional Ownership Changes Around CEO Turnovers", (2003) 68 *Journal of Financial Economics* 3; p.1, en ligne : <<http://jfe.rochester.edu/02094.pdf>>. Ceci s'explique notamment par le fait que les autres formes d'interventions sont fréquemment jugées trop onéreuses et que les actionnaires ne peuvent récolter les bénéfices découlant de leur action qu'en proportion de leur participation dans la société.

un investisseur institutionnel dans une société constituée, malgré ce que l'on peut en penser, une forme d'activisme⁸⁴⁶.

Par exemple, si un actionnaire institutionnel qui détient un bloc d'actions important est insatisfait de la gestion de l'équipe de dirigeants en place et souhaite tenter d'influencer le processus décisionnel, il peut notamment le faire en menaçant ces derniers de vendre ses actions et conséquemment de faire chuter la valeur des titres de la société. L'adoption d'une pareille démarche peut notamment porter fruit dans le cas où la rémunération des dirigeants est liée à la valeur des titres de la société et où l'impact de la vente d'un bloc important d'actions risque d'avoir une influence sur le prix des titres. En effet, la perte financière que la vente d'un nombre important d'actions est susceptible de causer aux dirigeants, qui voient de ce fait leur rémunération diminuée dans l'éventualité où la valeur des titres de la société chute, constitue un risque qui peut influencer les décisions que prendront les dirigeants en matière de gouvernance ou discipliner ces derniers dans l'éventualité où ils ne prennent pas en considération les intérêts des actionnaires⁸⁴⁷.

Or, malgré l'attrait que peut présenter ce type de menace pour discipliner les dirigeants, l'investisseur institutionnel qui choisit d'y avoir recours devra y réfléchir à deux fois avant de la mettre en œuvre. La faible liquidité des marchés canadiens ainsi que l'impact économique lié à la chute du prix des titres (et conséquemment, les effets possibles sur la valeur du portefeuille ainsi que les bénéficiaires du fonds) sont des risques qui peuvent faire

⁸⁴⁶ Anat R. ADMATI et Paul C. PFLEIDERER, "The 'Wall Street Walk' and Shareholder Activism: Exit as a Form of Voice", (2009) 22(7) *The Review of Financial Studies* 2445, p. 1, en ligne : SSRN <<http://ssrn.com/abstract=1422416>> et R. PARRINO, R.W. SIAS et L.T. STARKS, préc., note 845.

⁸⁴⁷ Il va de soi que lorsqu'un dirigeant est également un actionnaire dominant de la société, et que ce dernier possède un intérêt à long terme dans la société, cette perte temporaire aura peu d'influence sur ces choix.

hésiter un investisseur institutionnel⁸⁴⁸. Par ailleurs, si ces conséquences peuvent dorénavant être contrôlées en ayant recours à des *dark pools*, c'est-à-dire des systèmes qui permettent la rencontre d'acheteurs et de vendeurs afin de leur permettre d'effectuer certaines transactions tout en préservant leur anonymat, il n'est pas certain que la vente des titres améliorera la gouvernance de la société visée, puisque dans le cas où la menace est exécutée, les autres actionnaires de la société perdront un actionnaire important qui avait les moyens et l'intérêt nécessaires afin d'exercer une surveillance et un contrôle adéquat sur les dirigeants en place. D'ailleurs, certains ont prétendu que cette possibilité de vendre ses titres et la facilité de pouvoir le faire permet aux actionnaires d'éviter de s'engager dans la surveillance des dirigeants ou dans des mesures qui visent à améliorer la gouvernance des sociétés ouvertes, ce qui nuit à l'application de meilleures règles de gouvernance⁸⁴⁹.

De ce fait, le « Wall Street Walk » constituera une avenue intéressante si l'investisseur qui décide de la mettre en œuvre a accès à de l'information qui lui font anticiper une perte importante de la valeur des titres d'une société découlant d'un problème de gouvernance et que la vente des titres qu'il détient est susceptible d'affecter la rémunération des dirigeants afin d'obtenir l'effet disciplinaire recherché sans toutefois que les coûts de transaction ou les pertes liées à cette dernière ne rendent la démarche inintéressante pour son instigateur. Dans cette éventualité, cette forme de discipline, qui peut être considérée comme une forme de négociation privée avec la direction que certains appellent du *jawboning*, pourra constituer une solution de rechange aux mécanismes d'intervention et de contrôle plus coûteux

⁸⁴⁸ Les coûts de transaction peuvent également affecter la volonté d'un investisseur institutionnel d'utiliser cette voie pour manifester son mécontentement.

⁸⁴⁹ J.C. COFFEE, préc., note 459.

auxquels les actionnaires peuvent également avoir recours pour faire connaître ou pour faire adopter leur point de vue⁸⁵⁰.

1.3.1.2. L'exercice du droit de vote

L'exercice du droit de vote constitue également un moyen d'intervention dont l'utilité ne peut être négligée dans les cas où les actionnaires sont insatisfaits face à une situation ou à un problème de gouvernance. En effet, malgré les diverses limitations qui entravent l'exercice du droit de vote des actionnaires⁸⁵¹, dont l'impossibilité de voter à l'encontre d'un candidat proposé pour le poste d'administrateur de la société, on a pu observer dans les dernières années diverses formes d'intervention de la part des actionnaires en lien avec l'exercice de ce droit⁸⁵².

À titre d'illustration de ceci, nous pouvons notamment penser aux campagnes encourageant les actionnaires à exprimer leur insatisfaction lors de l'élection des administrateurs par l'enregistrement d'un vote d'abstention (aussi connu comme des campagnes *just say no*⁸⁵³). En effet, si cette

⁸⁵⁰ A.R. ADMATI et P.C. PFLEIDERER, préc., note 846; p. 1 de la version en ligne.

⁸⁵¹ Voir la section 1.2.2.3 de la première partie du présent document pour des exemples précis des limitations au droit de vote des actionnaires.

⁸⁵² L'exercice du droit de vote conserve toute son importance même dans les cas où l'exercice des droits de vote détenus par un fonds institutionnel est délégué au gestionnaire du fonds ou à une firme-conseil en matière d'exercice du droit de vote. En effet, une étude récente menée par le SHARE fait état que ces derniers exercent généralement les droits de vote qu'ils détiennent en respectant certains principes de gouvernance (qui en bonne partie découlent des principes énoncés par le SHARE). Les firmes qui délèguent leur pouvoir de votation à leur gestionnaire de portefeuille ou à une firme-conseil font un suivi sur la façon dont a été exercé le vote et s'informent sur les principes qui guident l'institution délégataire lorsqu'elle agit pour le compte de l'actionnaire véritable. Seule note discordante de ce rapport : une majorité importante de gestionnaires de fonds déclarent qu'ils exercent la plupart des droits de vote des caisses de retraite faisant partie de leur clientèle sans obtenir préalablement de directives de leur part. SHARE, préc., note 502, p. 6.

⁸⁵³ Ce type de campagne a vu sa popularité augmenter dans les dernières années parmi les outils utilisés par les actionnaires activistes tant aux États-Unis qu'au Canada. Ces tentatives organisées visant à convaincre les autres actionnaires de la société d'exprimer un vote d'abstention en lien avec l'élection d'un ou de plusieurs administrateurs par le biais de lettres, de communications médiatiques ou par une diffusion Internet de revendications se veut un moyen, peu onéreux, de transmettre l'insatisfaction des actionnaires face à une situation donnée aux administrateurs de la société. Diane G. DEL GUERCIO, Laura J.

technique peut pour plusieurs paraître dérisoire, elle semble néanmoins porter fruit. Certaines études suggèrent, en effet, que l'abstention de voter pour un candidat se présentant pour combler un poste d'administrateur peut avoir un effet disciplinaire sur les dirigeants et les administrateurs en place, et cela, même si les élections des administrateurs ne sont pas contestées, que la société ne procède pas par scrutin majoritaire, c'est-à-dire que les administrateurs sont élus à la majorité des voix, et que conséquemment les chances que ces derniers ne soient pas réélus sont minces⁸⁵⁴. Notamment, Cai, Garner et Walking ont conclu que l'obtention d'un appui moins important par un administrateur faisant partie du comité chargé d'établir la rémunération des dirigeants avait des répercussions sur la rémunération ultérieurement accordée et que de la même façon l'obtention d'un appui moins important par les administrateurs indépendants de la société avait pour effet d'entraîner des changements dans la direction de la société.

Dans ce sens, Grundfest a souligné que la publicité négative liée à un vote d'abstention, même s'il est en apparence symbolique, ainsi que l'intérêt que peut susciter la dénonciation publique d'une situation dans le cas où le niveau d'abstention a été important, est susceptible d'avoir des répercussions sur les choix et les décisions des dirigeants et administrateurs⁸⁵⁵. Del Guercio, Seery et Woitdke⁸⁵⁶ en sont également

SEERY COLE et Tracie WOITDKE, "Do boards pay attention when institutional investors 'just vote no'? : CEO and director turnover associated with shareholder activism", (2008) 90 *Journal of Financial Economics* 84, p. 1 de la version en ligne, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=575242>>. Au Canada, on se rappellera de la campagne menée par Stephen Jarislowsky en 2004 en ce sens (il souhaitait encourager différents investisseurs institutionnels à s'abstenir de voter pour les administrateurs qui seraient amenés à composer le conseil d'administration de la société) afin de protester contre la rémunération excessive versée au président fondateur de Magna, Frank Stronach. Jarislowsky aims to oust Magna board : Stronach's pay at issue: Major shareholder calls for revolt over chairman' US \$34.5M, 4 mai 2004, en ligne : <http://www.accessmylibrary.com/coms2/summary_0286-21228997_ITM>.

⁸⁵⁴ J. CAI, J.L. GARNER et R.A. WALKLING, préc., note 571, p. 2 de la version en liigne.

⁸⁵⁵ Joseph A. GRUNDFEST, "Advice and consent: An alternative mechanism for shareholder participation in the nomination and election of corporate directors", 2003, Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 274, en ligne : SSRN <<http://ssrn.com/abstract=481021> or doi:10.2139/ssrn.481021>.

venus à la conclusion que la pression externe liée à ce type de campagne peut être suffisante pour motiver les administrateurs à agir dans le meilleur intérêt des actionnaires de la société et que, de fait, ce type de campagne est généralement associé à un accroissement de la rotation du conseil d'administration ainsi qu'à une amélioration du fonctionnement de la société⁸⁵⁷.

Par ailleurs, même si les actionnaires sont généralement amenés à se prononcer sur des élections qui ne sont pas contestées, des études ont établi que le vote des actionnaires lors de l'élection des administrateurs constitue un moyen démocratique important qui permet aux détenteurs des parts de la société d'exprimer leur satisfaction (ou insatisfaction) face au conseil élu. Tel que Paul Fisher et ses collègues le suggèrent, les résultats obtenus lors de la tenue d'élections qui ne sont pas contestées permettent en effet d'apprécier la perception qu'ont les actionnaires de la performance des administrateurs. Ces résultats permettent également d'effectuer une évaluation utile de la performance du conseil d'administration en place et, à tout le moins, de compléter d'autres mécanismes d'évaluation de la performance des administrateurs⁸⁵⁸. Par ailleurs, selon ces auteurs, ces conclusions sont fondées même si les actionnaires n'exercent pas toujours leur droit de vote avec diligence, que l'expression de leur vote a peu d'impact sur le résultat final du scrutin, que leur faible importance peut rendre leur détection difficile et malgré le fait que les actionnaires qui exercent leur droit de vote avec diligence ne partagent pas la même vision que l'ensemble des actionnaires de la société⁸⁵⁹.

⁸⁵⁶ D.G. DEL GUERCIO, L.J. SEERY COLE et T. WOITKE, préc., note 853.

⁸⁵⁷ J. CAI, J.L. GARNER et R.A. WALKLING, préc., note 571, p. 2 et 30 de la version en ligne.

⁸⁵⁸ Paul E. FISCHER, Jeffrey D. GRAMLICH, Brian P. MILLER et Hal D. WHITE, "Investor Perceptions of Board Performance: Evidence from Uncontested Director Elections", (2009) 48 *Journal of Accounting and Economics* 172; p. 27 de la version en ligne, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=928843>>.

⁸⁵⁹ *Id.*, p. 2 de la version en ligne.

Bien que la structure de propriété des sociétés canadiennes diffère généralement de celle qui prévaut dans les sociétés états-uniennes, les résultats de ces études conduites aux États-Unis ont néanmoins une signification particulière au Canada puisque ceux-ci laissent entendre que les actionnaires minoritaires peuvent signifier leur insatisfaction par le biais de l'exercice du droit de vote, malgré le fait qu'ils n'aient pas d'impact réel sur le résultat du vote. Par ailleurs, lorsque l'on considère le fait que ce type de démarche peut s'effectuer à des coûts peu élevés avec certaines chances de succès⁸⁶⁰, la popularité de ce type de démarche auprès des actionnaires institutionnels s'explique aisément à la lumière de la théorie de l'action collective dont nous avons précédemment fait état⁸⁶¹. Par ailleurs, en comparaison avec le mécanisme des propositions d'actionnaires, si l'on doit convenir que les coûts peuvent être comparables, il demeure qu'une campagne visant à convaincre les autres actionnaires d'enregistrer un vote d'abstention limite les obligations procédurales.

1.3.1.3. La diplomatie discrète

Ce que certains nomment de la diplomatie discrète ou de la diplomatie furtive constitue également un mode d'expression et d'influence déterminant auquel les investisseurs institutionnels canadiens ont fréquemment recours afin d'obtenir les changements souhaités dans la gouvernance d'une société dont ils possèdent les titres⁸⁶². Bien qu'il soit impossible d'évaluer la fréquence des communications de nature privée menées auprès des dirigeants des sociétés canadiennes ou de connaître leur impact sur la

⁸⁶⁰ Même si les dirigeants et administrateurs de la société demeurent libres d'interpréter les résultats découlant d'une pareille démarche comme ils le souhaitent et qu'ils ne sont pas liés par cette dernière.

⁸⁶¹ Voir à cet effet la section 1.2.1.1 de la première partie du présent document. Par exemple, en 2010, le rapport sur le vote des actionnaires des sociétés de l'indice composé du S&P/TSX indiquait que moins de 5 % des actions font l'objet d'un vote d'abstention lors du processus d'élection des futurs administrateurs de la société. SHARE, *Proxy Alert, Majority Voting in Director Elections – European Goldfields Limited*, 2 mai 2011, en ligne : SHARE <http://www.share.ca/files/SHARE_Proxy_Alert_European_Goldfields.pdf>.

⁸⁶² Ce mode d'intervention constitue selon certains le mode d'intervention le plus fréquemment utilisé par les actionnaires militants.

gestion ou le processus décisionnel des dirigeants de ces dernières, il semble que cette façon de faire soit largement répandue chez les actionnaires institutionnels canadiens.

Cette stratégie, qui consiste à rencontrer les membres de la haute direction ou du conseil d'administration des sociétés ou encore à écrire aux dirigeants pour exprimer certaines inquiétudes, permet notamment aux investisseurs de communiquer leurs attentes aux dirigeants des sociétés en ce qui a trait à leur vision de ce que doit être une saine gestion de la société afin de les inciter à effectuer certains changements lorsque cela s'avère nécessaire. Ce mode d'intervention fournit par ailleurs un mécanisme peu onéreux aux actionnaires minoritaires d'une société qui leur permet de faire connaître leur position à l'actionnaire majoritaire et possiblement de négocier informellement certains accords avec ce dernier, ce qui représente en avantage sérieux considérant la principale structure de propriété que l'on retrouve au Canada.

Par ailleurs, ce pouvoir d'influence peut outrepasser les prérogatives classiques qui sont en général reconnues aux actionnaires et peut, dans certaines circonstances, permettre aux actionnaires institutionnels minoritaires de faire concurrence aux actionnaires majoritaires et aux dirigeants d'une société. En effet, cette technique indirecte d'influence n'est pas assujettie au formalisme légal et peut se matérialiser sous diverses formes selon les particularités de la société visée. Néanmoins, ce pouvoir d'influence ne peut toutefois pas s'exercer isolément (puisque en l'absence de sanction, un actionnaire minoritaire ne pourrait infléchir la volonté des dirigeants ou de l'actionnaire majoritaire). Ainsi, dans l'éventualité où ces rencontres et ces discussions n'entraînent pas les changements recherchés, les investisseurs devront opter pour une forme d'activisme plus visible et souvent plus formelle, mais normalement moins fréquente comme par

exemple une dénonciation aux autorités responsables ou encore la prise d'une poursuite civile afin d'inciter les dirigeants ou les actionnaires majoritaires à adopter une mesure jugée favorable aux intérêts de l'ensemble des actionnaires⁸⁶³.

Malgré cette nécessité peu fréquente d'avoir recours à certains moyens de pression accessoires, cet outil de négociation constitue, selon certains investisseurs institutionnels⁸⁶⁴, le moyen le plus efficace pour s'assurer que certains changements soient apportés à la gouvernance des sociétés. En effet, comme ces rencontres n'ont aucun impact immédiat sur l'image de la société, de ses dirigeants ou de ses principaux actionnaires puisqu'elles ne sont pas rendues publiques et qu'elles permettent aux intervenants de contrôler la nature des questions qui sont abordées, et cela, à peu de frais, elles semblent être considérées comme étant le mode d'activisme le plus efficace. Ceci s'explique possiblement du fait que dans le cas où l'image de la société et de ses dirigeants est affectée par une démarche, ces derniers sont plus prompts à défendre leurs positions afin de préserver une apparence de contrôle. Par ailleurs, les échanges entre les différentes parties permettent à ces dernières d'avoir une meilleure idée des intérêts et des motivations de chacun et d'établir des compromis lorsque cela s'avère nécessaire.

L'approche préconisée par l'Ontario Teachers' Pension Plan, un des investisseurs institutionnels les plus importants au Canada, illustre bien le fonctionnement et les effets possibles de cette approche discrète. À titre de leader en matière de gouvernance d'entreprise, le fonds Teachers n'a jamais

⁸⁶³ Nous reviendrons sur ces modes d'intervention dans les sections à venir.

⁸⁶⁴ En ce sens, le CCGG et ses membres préconisent l'organisation de rencontres privées afin de discuter de ses lignes directrices en matière de gouvernance plutôt que de cibler publiquement une société particulière à propos de ses problèmes de gouvernance. *Statement of Principles Regarding Member Activism*, p. 3, en ligne : <http://www.ccg.ca/site/ccgg/assets/pdf/Statement_of_Principles-Member_Activism__Rev._Version_-_Feb_16_2005_.pdf>.

soumis une seule proposition d'actionnaires et a rarement entrepris de campagne médiatique contre une société afin d'obtenir des changements dans son fonctionnement ou sa gouvernance⁸⁶⁵. Notamment, ces derniers indiquent sur leur site Internet que leur droit à influencer la société dont ils possèdent les titres ne doit pas donner lieu à des comportements qui risquent de paralyser celle-ci et que l'entreprise ne devrait pas être gérée par référendum mené auprès des actionnaires puisque la gouvernance d'entreprise relève en premier lieu de la responsabilité du conseil d'administration.

En effet, l'affichage sur Internet de politiques ou de lignes directrices, tel que celui qu'effectue l'Ontario Teachers' Pension Plan, contribue à la négociation discrète des actionnaires en manifestant ouvertement certaines préoccupations et en augmentant de ce fait l'impact du message tout en facilitant une possible action collective. Notamment, cette forme d'activisme permet aux actionnaires institutionnels de s'échanger indirectement de l'information et de communiquer entre eux par voie détournée et permet même indirectement de coordonner discrètement les efforts des actionnaires qui ne désirent pas s'afficher sur la place publique comme étant favorables aux efforts effectués par un autre actionnaire⁸⁶⁶. Par ailleurs, même si ces politiques ne possèdent aucune force contraignante pour les sociétés et les investisseurs qui les adoptent, elles influencent néanmoins les choix qu'effectuent les dirigeants des sociétés qui peuvent craindre des représailles économiques ou autres⁸⁶⁷ dans l'éventualité d'une dérogation majeure.

⁸⁶⁵ À titre d'illustration d'une exception à cette approche, on peut toutefois penser à la récente tentative d'acquisition de BCE par un consortium mené par les Teachers. J. YANG, E. WANG et Y. AN, préc., note 46, p. 9.

⁸⁶⁶ Ceci est d'autant plus vrai lorsque la société a mis en place un mécanisme qui permet de voter en toute confidentialité.

⁸⁶⁷ Certains parlent de pression psychologique. Voir notamment Irina PARACHKÉVOVA, *Le pouvoir de l'investisseur professionnel dans la société cotée*, Paris, L.G.D.J., 2005, p. 56 et suiv.

Outre l’affichage sur les sites Internet des différents investisseurs institutionnels de leurs politiques en matière de gouvernance d’entreprise et des lignes directrices en lien avec la façon dont ils exerceront leurs droits de vote, cette forme d’activisme, moins ciblée et plus discrète, se concrétise également par la participation des différents fonds institutionnels à des organisations telles que la Canadian Coalition for Good Governance (CCGG). Ce type de coalition est susceptible de par son poids d’améliorer les pratiques de gouvernance mises en place par les sociétés canadiennes, particulièrement si cette coalition fait individuellement usage de son droit de vote afin d’influencer l’avenir des sociétés canadiennes dans le sens proposé par le regroupement. En permettant aux actionnaires membres de se regrouper pour poser des gestes concrets, ce type de coalition permet notamment de réduire le problème de resquillage en établissant un lieu de communication et de rencontre en permettant aux actionnaires membres de se regrouper pour poser des gestes concrets afin d’améliorer la gouvernance des sociétés canadiennes⁸⁶⁸.

1.3.1.4. La dénonciation publique

Lorsque les négociations privées en arrivent à une impasse, les activistes institutionnels peuvent choisir de dénoncer publiquement une situation (ce que les anglophones nomment du *shaming*) afin d’exercer de la pression sur les dirigeants et d’infléchir leur décision en lien avec certaines modifications souhaitées⁸⁶⁹. En effet, le *shaming* consiste à dénoncer publiquement et consciemment une situation ou à attirer l’attention sur les actions ou les choix des dirigeants et administrateurs d’une société afin de les sanctionner

⁸⁶⁸ J. SARRA, préc., note 277, 75.

⁸⁶⁹ Soulignons, que les modifications apportées à la L.c.s.a. au début des années 2000 en ce qui a trait à la définition de ce qui constitue de la sollicitation facilite désormais le *shaming* en diminuant les risques et les coûts liés à une dénonciation publique en ayant recours, par exemple, aux médias.

pour les décisions ou les gestes posés, en tentant notamment d'influencer l'opinion publique⁸⁷⁰.

Ces dénonciations sont de nature privée (l'État ou les tribunaux n'ayant pas de rôle à jouer dans ce type de manifestation), sont informelles et s'effectuent généralement à faibles coûts. Elles permettent notamment de promouvoir les valeurs qui sont partagées par un groupe d'individus à un moment donné⁸⁷¹, ce qui représente un avantage important puisque les normes en matière de gouvernance sont évolutives de par nature⁸⁷², ou encore de réprimer les comportements qui ne prennent pas les intérêts des actionnaires en considération. En outre, l'annonce publique de l'inaction des dirigeants d'une société ou de leur refus de collaborer avec leurs actionnaires souhaite également convaincre les autres sociétés, en imposant une forme de pression psychologique, de suivre une voie donnée afin d'éviter de subir à leur tour une réprimande publique.

Selon la théorie de l'estime sociale développée par Richard McAdams, les individus accordent généralement de l'importance à l'opinion et à l'estime des autres membres de leur collectivité⁸⁷³. En outre, selon cette vision, la recherche de l'estime des autres constitue une force de création et de

⁸⁷⁰ Skeel définit le *shaming* comme étant "the process by which citizens publicly and self-consciously draw attention to the bad dispositions or actions of an offender, as a way of punishing him for having those dispositions or engaging in those actions. David A. SKEEL, "Shaming in Corporate Law", (2001) 149 *U. Pa L. Rev.* 1811, 1814.

⁸⁷¹ En effet, puisque le processus de dénonciation public est étroitement lié à l'évolution des normes acceptées dans un milieu donné, l'évolution de la perception des individus membres d'un groupe entraîne nécessairement des changements dans la nature des interventions qui sont effectuées et vice versa.

⁸⁷² Par exemple, la dénonciation publique peut s'effectuer par la constitution de listes de performance par les activistes institutionnels afin de dénoncer publiquement les choix de gouvernance d'une société par rapport aux autres sociétés oeuvrant dans la même industrie ou encore, par la publication de listes de vigie *watch lists* des sociétés manifestant différents problèmes de gouvernance ou de performance en comparaison avec leurs pairs. L'impact de cette publicité négative pourra forcer la main de dirigeants récalcitrants à collaborer avec les investisseurs institutionnels composant leur actionnariat.

⁸⁷³ Richard H. McADAMS, "The Origin, Development, and Regulation of Norms", (1995) 96 *Mich. L.R.* 338.

discipline qui pousse chacune des parties constituant un groupe à se conformer à ce qui est perçu comme la norme sociale acceptée afin de préserver son image au sein de la collectivité⁸⁷⁴ et de gagner le respect et l'estime des autres⁸⁷⁵. Ceci est encore plus vrai dans un milieu restreint où la réputation d'une personne ou d'une société a une grande importance. En effet, dans ce contexte, comme par exemple dans une communauté d'affaires de taille réduite comme celle que l'on retrouve au Canada, les individus ont davantage tendance à se conformer aux exigences et à éviter les comportements qui sont susceptibles de subir l'opprobre de leurs pairs puisque les répercussions possibles peuvent avoir un impact beaucoup plus important.

Ainsi, dans l'éventualité où la dénonciation publique d'une situation particulière peut entraîner la perte de l'estime de la communauté d'affaires dans laquelle une société évolue, de même que la perte de la confiance des investisseurs ainsi que la désertion de ses actionnaires⁸⁷⁶, dans la mesure où ces derniers valorisent les mêmes principes, les dirigeants peuvent avoir intérêt à démontrer une certaine ouverture envers les demandes des activistes avant même que ces derniers n'ébruient une situation⁸⁷⁷.

⁸⁷⁴ Ainsi, dans ce cadre, il est normal pour un contrevenant à une norme acceptée de craindre des conséquences importantes et coûteuses sur sa réputation dans l'éventualité où le geste qu'il a posé est désapprouvé par les autres membres de la collectivité à laquelle il appartient. Ceci explique notamment l'impact qu'une dénonciation publique est susceptible d'avoir sur la réputation des dirigeants sur le marché de l'emploi.

⁸⁷⁵ S. ROUSSEAU, préc., note 20, à la page 22.

⁸⁷⁶ En effet, les dirigeants et administrateurs qui agissent en violation des règles de gouvernance généralement acceptées peuvent devoir, en plus de subir la réprobation sociale, assumer une perte d'intérêt des actionnaires pour leurs titres et conséquemment une perte de valeur de ces derniers (ce qui peut signifier dans certains cas une baisse de leur rémunération) de même qu'une baisse d'intérêt pour les produits et services distribués ou vendus par la société.

⁸⁷⁷ S. ROUSSEAU, préc., note 20, à la page 23; S.D. CHOWDHURY et E.Z. WANG, préc., note 134, 6.

1.3.1.5. Les interventions indirectes

Outre l'influence que peuvent exercer les investisseurs institutionnels sur le processus décisionnel, ces derniers exercent également leur ascendant de manière indirecte sur les sociétés dans lesquelles ils investissent de par les revendications qu'ils font valoir auprès des différents législateurs lors de l'adoption des règles régissant la gestion, la gouvernance et l'organisation interne des sociétés. En effet, comme l'une des préoccupations majeures de l'investisseur institutionnel est de s'assurer que la société dans laquelle il investit est gérée d'une façon qui permette la création de valeur dans l'intérêt des actionnaires⁸⁷⁸, il est avantageux pour lui d'obtenir une règle d'application générale qui permet l'atteinte de cet objectif sans qu'il lui soit nécessaire de faire des interventions particulières.

Dans les faits, il semble toutefois que la poursuite de cette mission soit essentiellement assumée par les regroupements d'actionnaires institutionnels qui font valoir, chaque année, un certain nombre de revendications auprès des différents organismes responsables. À titre d'illustration, le SHARE, qui s'est entre autres donné le mandat de participer à l'évolution des règles liées à l'investissement responsable afin de créer un marché de valeur fort où les différents acteurs agissent de manière responsable, a soumis plusieurs recommandations à l'occasion de consultations publiques liées à l'adoption ou la modification de la législation dans le domaine de la gouvernance d'entreprise. Plus spécifiquement, le SHARE est notamment intervenu dans le cadre de projets de modification touchant des règles liées à des sujets tels que celui des obligations de divulgation continue, de la communication avec les actionnaires, de la divulgation de la rémunération des dirigeants, ainsi que sur des questions diverses ayant trait à la démocratie actionnariale et à la gouvernance.

⁸⁷⁸ I. PARACHKÉVOVA, préc., note 867, p. 31.

De même, le CCGG est également intervenu à plusieurs reprises⁸⁷⁹ depuis 2003 afin de défendre les droits des actionnaires institutionnels en lien notamment avec l'exercice du droit de vote par procuration, la rémunération des dirigeants et l'opportunité d'accorder un droit de regard aux actionnaires sur cette question, sur les règles de communication avec les actionnaires, ainsi que sur diverses questions de gouvernance⁸⁸⁰.

Ces deux organismes sont par ailleurs intervenus en 2008 dans le cadre de la révision de la *Loi sur les compagnies* afin de faire valoir leur position en lien avec certaines questions. Si le CCGG s'est contenté de soumettre une politique en lien avec l'élection des administrateurs qui pourrait être adoptée par le conseil d'administration sans qu'une intervention du législateur ne soit nécessaire, le SHARE, qui a notamment été impliqué dans la réforme de la loi sur les sociétés en Colombie-Britannique (2000), en Alberta (2003) et en Ontario (2006), a essentiellement soumis des commentaires en lien avec le mécanisme des propositions d'actionnaires. En effet, tel que le SHARE le soulignait dans leur document, la *Loi sur les compagnies* ne comportait pas, avant la réforme entreprise, de règles permettant la soumission de propositions par les actionnaires. Or, dans l'optique de contribuer à la réflexion entourant l'adoption de pareilles règles, le SHARE a notamment exprimé la demande que la limite de mots applicable à la présentation d'une proposition et à l'exposé l'accompagnant soit également applicable à la réponse que la société soumet à l'encontre de cette proposition, dans l'objectif de protéger l'actionnaire contre les répliques abusives et iniques de la part de la société.

Sans prétendre que le SHARE est l'initiateur des changements apportés à la

⁸⁷⁹ CCGG Submissions, en ligne : CCGG <<http://www.ccg.ca/index.cfm?pagepath=Submissions&id=17585>>.

⁸⁸⁰ Spécifiquement, à ce jour, le CCGG a soumis un total de 44 documents auprès de différents organismes. *Id.*

législation québécoise sur les sociétés par actions, il demeure que cette dernière requête a été intégrée à la nouvelle loi à son article 197 L.s.a.Q.. Cet exemple illustre bien comment les investisseurs institutionnels peuvent contribuer à la réflexion entourant l'adoption de nouvelles règles, et ce, dans l'intérêt de l'ensemble des actionnaires.

1.3.2. Les modes d'interventions d'exception

Même si les interventions discrètes sont généralement privilégiées par les différents types d'actionnaires⁸⁸¹, il peut parfois être nécessaire pour ces derniers d'avoir recours à d'autres moyens lorsque les discussions menées avec les dirigeants d'une société demeurent lettre morte.

En effet, l'exercice de pression ou de négociation privée n'exclut aucunement le recours à des modes d'intervention plus visibles et, dans les faits, ces façons de faire sont loin d'être mutuellement exclusives et peuvent même être utilisées en tandem. C'est donc sur ces mécanismes complémentaires, souvent d'usage moins fréquent, que nous proposons de nous pencher dans les prochaines lignes.

1.3.2.1. Les propositions d'actionnaires

Même si les actionnaires ont la possibilité de demander à ce que soit jointe à la circulaire de la direction sollicitant des procurations une proposition afin que la société la fasse parvenir à ses co-actionnaires, il demeure que ce mécanisme est peu utilisé⁸⁸². En effet, si on a pu observer une croissance du niveau de popularité des propositions d'actionnaires depuis le début des

⁸⁸¹ R. CRÊTE, préc., note 356, 154.

⁸⁸² Le faible nombre de propositions d'actionnaires soumises s'explique en effet par la structure actionnariale canadienne qui décourage l'interventionnisme des actionnaires institutionnels puisqu'un actionnaire de contrôle possède dans la plupart des cas un pouvoir décisif sur la société. J. YANG, E. WANG et Y. AN, préc., note 46, p. 6.

années 1990⁸⁸³, il demeure que ce mécanisme est encore aujourd'hui perçu comme une dénonciation publique de l'insatisfaction d'un actionnaire face à la direction en place. En effet, tel que le faisait remarquer la professeure Raymonde Crête, au Canada, ce genre de confrontation est peu prisé par les gens d'affaires en raison des liens étroits qui existent dans cette communauté « tissée serrée »⁸⁸⁴ et du fait que les différents investisseurs institutionnels de même que leurs gestionnaires de portefeuille veulent, encore aujourd'hui, éviter d'être perçus comme des fauteurs de troubles qui s'immiscent inopportunément dans les affaires des entreprises⁸⁸⁵.

Malgré les réticences évidentes des actionnaires à recourir au mécanisme des propositions, ceci peut s'avérer nécessaire lorsque les discussions menées avec les dirigeants d'une société n'entraînent pas les résultats escomptés⁸⁸⁶. Lorsque les dirigeants refusent de mettre en œuvre par eux-mêmes une demande formulée par un actionnaire à la suite de diverses discussions, le dépôt officiel de cette proposition, afin qu'elle soit soumise au vote des actionnaires, rend public l'échec des négociations et le refus de la

⁸⁸³ Selon une étude menée par Mme Louise Champoux-Paillé, le recours aux propositions d'actionnaires a pris son envol en 1997 à la suite de la décision rendue dans l'affaire *Michaud c. Banque Nationale du Canada*. L. CHAMPOUX-PAILLÉ, préc., note 734, p. 5.

⁸⁸⁴ R. CRÊTE, préc., note 356, 154.

⁸⁸⁵ *Id.*, 154. Par exemple, le manufacturier IPSCO inc. a annoncé en 2003 l'adoption d'une proposition soumise par Ethical Funds, malgré le fait que cette proposition n'avait pas obtenu l'assentiment d'une majorité d'actionnaires : EHTICAL FUNDS CO., *Ethical Funds Shareholder Action Program Gains Ground*, en ligne : <http://www.ethicalfunds.com/do_the_right_thing/about_ef/newsroom/2003_article/08_29_03.asp>. Voir également J. YANG, E. WANG et Y. AN, préc., note 46, p. 14.

⁸⁸⁶ Ce fut récemment le cas pour deux investisseurs institutionnels importants, Canada Pension Plan Investment Board et B.C. Investment Management Corp., qui considérant l'échec des négociations menées auprès des dirigeants de la société European Goldfields Ltd. afin que les administrateurs ne puissent être élus que s'ils obtiennent l'appui d'une majorité d'actionnaires, ont décidé de présenter cette proposition à l'ensemble des actionnaires de la société. Or, tel que le chef exécutif du fonds institutionnel B.C. Investment Management Corp. l'indiquait, cette façon de faire n'est pas habituelle. Barbara SHECTER, "Large Pensions Engage in Rare Fight over Board Vote", *Financial Post*, 27 avril 2011, en ligne : [Financial Post <http://business.financialpost.com/2011/04/27/pensions-take-on-board-at-annual-meeting/>](http://business.financialpost.com/2011/04/27/pensions-take-on-board-at-annual-meeting/)

direction⁸⁸⁷, ce qui peut constituer un moyen de pression supplémentaire sur les administrateurs et dirigeants. Ceci demeure vrai, même si les propositions d'actionnaires n'ont pas toujours d'effet normatif direct et même si elles n'obtiennent pas l'appui d'une majorité d'actionnaires⁸⁸⁸. En effet, lorsqu'une proposition est soutenue par une portion importante des actionnaires, cela peut inciter les administrateurs et dirigeants à la mettre volontairement en œuvre afin d'éviter d'attirer l'attention des médias ou de faire l'objet d'une publicité négative, même si cette dernière n'est pas soutenue par l'actionnaire dominant⁸⁸⁹.

Notamment, une étude empirique récente⁸⁹⁰ a établi que le nombre de propositions d'actionnaires s'est nettement accru avec le passage du temps. En 2008, 175 propositions d'actionnaires ont été soumises aux dirigeants des sociétés ouvertes au Canada, alors qu'en 2001 ce nombre était de 40. Selon les auteurs de cette étude, cette importante différence s'explique de diverses manières. Tout d'abord, selon eux, cette croissance observée s'explique possiblement de par les modifications qui ont été apportées à la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* en 2001 qui visaient notamment à supprimer certains obstacles qui limitaient la soumission de propositions d'actionnaires⁸⁹¹. Ensuite, ils suggèrent que les nombreux scandales financiers (pensons notamment à Enron, Tyco et WorldCom), qui ont mené à l'adoption du Sarbanes-Oxley Act aux États-Unis en 2002, ont attiré l'attention de l'actionariat canadien sur les questions de gouvernance

⁸⁸⁷ En effet, les propositions d'actionnaires sont perçues par les investisseurs institutionnels comme un mécanisme d'alerte qui signifie au marché que les dirigeants de la société visée refusent de négocier avec les actionnaires institutionnels de la société pour trouver un terrain d'entente sur une question de gouvernance.

⁸⁸⁸ Tel que nous l'avons vu, le vote sur une proposition d'actionnaires sera décisionnel et non consultatif, en autant bien sûr que ce vote porte sur une question qui relève normalement des pouvoirs reconnus aux actionnaires. Notamment, l'article 113 al. 3 L.s.a.Q. prévoit que le règlement adopté par les actionnaires à la suite d'un vote sur une proposition d'actionnaire prend effet dès son adoption sans qu'aucune autre forme d'approbation soit nécessaire.

⁸⁸⁹ R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 20, p. 527-528.

⁸⁹⁰ J. YANG, E. WANG et Y. AN, préc., note 46, p. 12.

⁸⁹¹ Voir au même effet, J. SARRA, préc., note 277, 54.

d'entreprise de même que sur le mécanisme des propositions d'actionnaires afin de faire valoir leurs préoccupations⁸⁹². Enfin, ils proposent que cette croissance du nombre de propositions d'actionnaires se comprend également à la lumière de l'activisme croissant des investisseurs institutionnels canadiens et de leurs interventions plus fréquentes auprès des dirigeants des sociétés dont ils détiennent les titres⁸⁹³.

Tableau 3
Nombre de propositions selon le type de proposeurs⁸⁹⁴

Type de proposeurs	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	TOTAL
Individus	15	12	15	25	29	48	37	25	32	20	258
MÉDAC	37	25	6	25	51	51	14	46	97	53	405
Investisseurs institutionnels	1	2	5	21	27	39	16	23	47	25	206
Religieux et autres	1	0	0	1	1	2	14	3	2	3	17
TOTAL	54	39	26	72	108	140	71	97	178	101	886

Partant, si l'ensemble des propositions d'actionnaires soumises entre 1997 et 1999 ont été faites par des particuliers, dans les années 2000 on a pu voir des actionnaires institutionnels privés entrer dans la ronde et jouer un rôle de plus en plus significatif. Notamment, entre 2001 et 2008, les investisseurs institutionnels (particulièrement des fonds de pension et des fonds communs de placement) ont soumis en moyenne trente-quatre propositions par année, ce qui équivaut à environ 35 % des propositions déposées⁸⁹⁵. Malgré cette

⁸⁹² J. YANG, E. WANG et Y. AN, préc., note 46, p. 12.

⁸⁹³ Cette situation est peut-être le reflet de l'évolution connue aux États-Unis, qui a historiquement été plus précoce que le Canada en ce qui a trait à l'activisme actionnarial mené auprès des sociétés. En effet, alors que les premières études états-uniennes menées démontraient le faible intérêt des actionnaires pour les propositions d'actionnaires et les résultats mitigés obtenus lorsque ces dernières étaient soumises au vote des actionnaires, des études plus récentes ont démontré leur fulgurante prise d'importance, en particulier lorsque ces dernières visent une question de gouvernance. Désormais, les propositions obtenant une majorité de votes sont devenues plus courantes aux États-Unis. A. MORGAN et J. WOLF, préc., note 9, 143.

⁸⁹⁴ L. CHAMPOUX-PAILLÉ, préc., note 734, p. 9.

⁸⁹⁵ J. YANG, E. WANG et Y. AN, préc., note 46, p. 12.

croissance notable du nombre de propositions d'actionnaires en territoire canadien, ces résultats doivent toutefois être nuancés puisque ces propositions n'ont été soumises que par un très petit nombre d'actionnaires (et souvent les mêmes). En effet, huit actionnaires ont été particulièrement actifs en soumettant 85 %⁸⁹⁶ des propositions soumises par des actionnaires institutionnels⁸⁹⁷, alors que trois particuliers – Verdun, Michaud et Weir – ont soumis plus de 86 % de toutes les propositions effectuées par des particuliers⁸⁹⁸.

Par ailleurs, l'appui moyen apporté aux propositions d'actionnaires est peu élevé au Canada (ce qui n'incite certes pas les actionnaires à investir temps et argent pour préparer et soumettre des propositions lors des assemblées⁸⁹⁹). En effet, entre 2001 et 2005, l'appui moyen calculé à partir de l'échantillon retenu dans le cadre d'une étude menée par Morgan et Wolf a été de 14,4 % alors que cette moyenne était de 12,6 % lorsque les propositions ayant reçu le soutien des dirigeants étaient exclues de cet échantillon⁹⁰⁰. De même, une autre étude a également fait état qu'entre

⁸⁹⁶ Dont les deux principaux proposeurs sont *Carpenters local 27 Pension Trust* et Meritas.

⁸⁹⁷ Soulignons toutefois que les interventions menées par des fonds de pension ne sont pas une manne. En 2005, alors qu'une centaine de propositions d'actionnaires ont été soumises à des sociétés canadiennes, seulement deux fonds de pension ont soumis une proposition d'actionnaires sur ce lot. G. YARON, préc., note 460, p. 5.

⁸⁹⁸ J. YANG, E. WANG et Y. AN, préc., note 46, p. 13.

⁸⁹⁹ En effet, il est prévisible que les investisseurs institutionnels seront peu enclins à entreprendre des démarches afin d'effectuer une proposition d'actionnaire si le soutien accordé par les autres actionnaires de la société est peu important.

⁹⁰⁰ Ces statistiques détonnent en comparaison des résultats obtenus dans diverses études menées chez nos voisins états-uniens où le soutien est beaucoup plus important et le nombre de propositions ayant obtenu au moins le soutien d'une majorité d'actionnaires est près de cinq fois plus important dans les sociétés états-uniennes (4,5 % en comparaison avec 23,5 %). A. MORGAN et J. WOLF, préc., note 9, 144 et 145. Or, malgré le fait que les propositions d'actionnaires ne reçoivent qu'un faible appui de l'ensemble des actionnaires habiles à voter, ce moyen et les autres moyens de pression des actionnaires ne doivent pas être rejetés d'emblée. Des études empiriques ont démontré que les actionnaires qui effectuent des propositions d'actionnaires le font dans l'objectif de remédier à des situations spécifiques d'abus plutôt que sans objectif précis et de manière aléatoire, ce qui contribue à améliorer la gouvernance générale des sociétés. Kenneth J. MARTIN et Thomas S. RANDALL, "The Effect of Shareholder Proposals on Executive Compensation", (1999) 67 *U. Cin. L. Rev.* 1021; en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=160188>> cité dans le texte de B.R. CHEFFINS et R.S. THOMAS, préc., note 665, p. 35.

2001 et 2008 l'appui accordé aux propositions d'actionnaires a été en moyenne de 11,5 %⁹⁰¹.

Si l'on se fie à une étude de 2001 menée par Karpoff, cette situation s'expliquerait en partie par la structure d'actionnariat des sociétés canadiennes. Selon ce dernier, les propositions soumises auprès de sociétés possédant un actionnariat dispersé ont tendance à recevoir un appui plus important que les sociétés cibles possédant un actionnariat concentré⁹⁰². Cette conclusion est d'ailleurs confirmée par l'étude menée par Yang, Wang et An qui affirment que les propositions d'actionnaires reçoivent généralement un appui supérieur lorsque les sociétés visées ne possèdent pas d'actionnaire détenant une participation de 10 % ou plus. Par ailleurs, selon ces derniers, non seulement les actionnaires obtiennent-ils plus de succès lorsqu'ils soumettent leurs propositions dans des sociétés qui possèdent un actionnariat dispersé, mais ils ont rationnellement tendance à soumettre davantage de propositions dans ce type de société⁹⁰³. Outre la structure de propriété des sociétés, d'autres éléments ont également fait l'objet d'analyse et ont été signalés comme étant susceptibles d'avoir un impact sur le résultat du vote portant sur des propositions d'actionnaires. Notamment, la source de la proposition⁹⁰⁴, la composition de l'actionnariat

⁹⁰¹ En comparaison, ce niveau d'appui aux propositions effectuées auprès de sociétés canadiennes représente un pourcentage moindre que celui obtenu dans le cadre d'études états-uniennes rapportant qu'en moyenne les propositions effectuées auprès des sociétés états-uniennes obtenaient un appui de 28,38 % à cette époque. J. YANG, E. WANG et Y. AN, préc., note 46, p. 14.

⁹⁰² J. KARPOFF, préc., note 114.

⁹⁰³ J. YANG, E. WANG et Y. AN, préc., note 46, p. 22. Cette conclusion est d'ailleurs supportée par une étude canadienne qui fait état qu'au Canada, la plupart des propositions d'actionnaires visent des sociétés de taille importante, possédant une bonne visibilité publique, plutôt que les sociétés de petite taille ou celles qui ne performant pas aussi bien que d'autres sociétés de l'industrie. A. MORGAN et J. WOLF, préc., note 9, 143.

⁹⁰⁴ En effet, certains investisseurs sont perçus comme partageant davantage l'intérêt commun qui est de maximiser la valeur de la société. S.L. GILLAN et L.T. STARKS, préc., note 5; Roberta ROMANO, "Less is More: Making Institutional Investor Activism a Valuable Mechanism of Corporate Governance", (2001) 18 *Yale J. on Reg.* 174 et Randall S. Thomas et K. MARTIN, "Should Labor Be Allowed to Make Shareholder Proposals?", (1998) 73 *Washington L.R.* 41.

de la société⁹⁰⁵, la présence d'une recommandation d'une firme-conseil en matière de gouvernance d'entreprise⁹⁰⁶, de même que le sujet visé et l'espoir qu'il entraîne un bénéfice pour la société⁹⁰⁷ sont identifiés comme des facteurs pouvant affecter l'importance de l'appui à une proposition.

Or, même si une proposition n'obtient pas une majorité d'appuis, elle peut néanmoins constituer un bon moyen d'attirer l'attention sur un sujet particulier et permettre d'obtenir un plus grand soutien afin de pousser les dirigeants à effectuer un changement souhaité⁹⁰⁸. En effet, les propositions d'actionnaires peuvent constituer un moyen utile d'innovation et un facteur de changement, tel que l'indique la professeure Janis Sarra : « Even where shareholder proposals have failed to garner majority support, there is some evidence to suggest that today's proposals may become tomorrow's corporate policy. Although there is a lack of empirical data, the survey work of Stéphane Rousseau and Raymonde Crête indicates that proposals do functionally serve to raise awareness about particular corporate policies and can act as a catalyst or bargain leverage for change.⁹⁰⁹ »

De même, les propositions d'actionnaires permettent d'accroître les interactions entre les dirigeants et les actionnaires en participant au processus d'influence des investisseurs institutionnels afin de susciter des changements de gouvernance. En ce sens, il n'est pas étonnant que plusieurs propositions d'actionnaires soient éventuellement retirées par leur auteur et omises du matériel de procuration envoyé à l'ensemble des

⁹⁰⁵ Un niveau plus élevé d'investisseurs institutionnels au sien d'une société garanti, normalement un soutien, plus important aux propositions d'actionnaires soumises lors des assemblées.

⁹⁰⁶ Bernard BLACK, "Shareholder Activism and Corporate Governance in the United States", dans Peter NEWMAN (éd.), *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*.

⁹⁰⁷ Les propositions visant des questions de gouvernance ont généralement récolté un plus grand soutien que les propositions s'adressant à des questions éthiques ou sociales. R.S. THOMAS et J.F. COTTER, préc., note 356, 377.

⁹⁰⁸ J. KARPOFF, préc., note 114, p. 6.

⁹⁰⁹ J. SARRA, préc., note 277, 75.

actionnaires habiles à voter⁹¹⁰. Il est en effet fréquent que les actionnaires, après discussion avec les dirigeants de la société visée, voient leur proposition mise en œuvre ou intégrée dans les propositions mise de l'avant par la société⁹¹¹.

1.3.2.2. L'opposition aux transactions

Les droits que l'on reconnaît aux actionnaires, dans le contexte canadien, prend une importance spéciale dans les situations où leurs droits sont menacés, c.-à-d. dans les cas où il se produit des changements importants au sein de la société dont ils détiennent les titres. En effet, lorsque les dirigeants d'une société utilisent leur pouvoir pour mettre en œuvre des changements qui portent atteinte aux droits des actionnaires, les administrateurs doivent, tel que nous l'avons vu, convoquer une assemblée extraordinaire afin de permettre aux actionnaires de se prononcer sur le changement envisagé⁹¹².

Cette protection légale des droits des actionnaires minoritaires⁹¹³ fournit aux actionnaires institutionnels un levier de négociation intéressant puisqu'ils peuvent par ce biais exercer une pression sur les dirigeants lorsqu'un changement risque de faire chuter la valeur des actions de la société⁹¹⁴. En

⁹¹⁰ En effet, selon les données rendues disponibles par SHARE, depuis 2004, 20 % des propositions d'actionnaires ont été retirées avant d'être soumises au vote. Sur l'ensemble de ces propositions, 50 % avaient été effectuées par des investisseurs institutionnels, ce qui comme le proposait Mme Champoux-Paillé, peut laisser supposer que ceux-ci utilisent le mécanisme des propositions d'actionnaires pour amorcer un dialogue. L. CHAMPOUX-PAILLÉ, préc., note 734, p. 12.

⁹¹¹ P. ROSE, préc., note 504, p. 19.

⁹¹² *Supra*, section 1.1.2.2. de la première partie.

⁹¹³ Art. 190 L.c.s.a. et 372 L.s.a.Q. Ainsi, si l'opération projetée se réalise, les actionnaires qui ont manifesté leur désaccord, mais qui ont été incapables d'empêcher sa concrétisation, peuvent exiger que la société rachète leurs titres à leur juste valeur en exerçant ce droit de dissidence.

⁹¹⁴ La loi prévoit notamment l'approbation par résolution spéciale (résolution adoptée par au moins les deux tiers des voies exprimées) de certains changements apportés à la société (Art. 176 L.c.s.a. et 241 L.s.a.Q, ou encore dans le cas de fusion art. 183(5) L.c.s.a. et 279 L.s.a.Q.) On peut également penser dans ce cadre, au nombreux cas où à la loi prévoit un

effet, lorsqu'un nombre suffisant d'actionnaires s'oppose à un changement et demande à la société de racheter leurs actions, cela peut inciter les dirigeants à revoir la proposition mise sur la table ou encore à l'abandonner, particulièrement dans l'éventualité où l'exercice de ce droit risque d'épuiser les fonds de la société⁹¹⁵.

1.3.2.3. La prise d'un recours judiciaire

Outre la hausse du nombre de propositions des actionnaires qui dénote leur l'intérêt grandissant pour les questions liées à la gouvernance, il faut également souligner le rôle des investisseurs institutionnels dans la prise de recours judiciaires contre les sociétés ou leurs dirigeants afin de s'assurer du respect des droits des actionnaires⁹¹⁶.

En effet, lorsque les divers mécanismes de gouvernance n'ont pas permis de prévenir les comportements abusifs des dirigeants et des actionnaires de contrôle, la possibilité d'avoir recours aux tribunaux pour rétablir une certaine convergence ou un semblant d'équilibre entre les motivations de ces derniers et les intérêts des actionnaires minoritaires peut également représenter un outil de protection de leurs droits⁹¹⁷.

vote par catégorie (qui existe même pour les actions habituellement non votantes) pour protéger les droits des actionnaires minoritaires (art. 176 L.c.s.a. et 191 L.s.a.Q.). Or, la nécessité d'obtenir l'approbation des 2/3 des actionnaires fait en sorte qu'un regroupement d'actionnaires peut s'opposer à une transaction et la faire échouer s'il représente au moins 1/3 des actionnaires appelés à se prononcer sur une question.

⁹¹⁵ J.G. MacINTOSH, préc., note 6, 412; J.G. MacINTOSH, préc., note 339, 205.

⁹¹⁶ John CHAPMAN, "Institutional Activism: Current Trends and Emerging Legal Issues", (2007) 44 *Can. Bus. L. J.* 327, 333-334.

⁹¹⁷ Sous l'angle de l'analyse économique du droit, les recours judiciaires font partie de ces mécanismes juridiques destinés à favoriser l'efficacité au sein de la société en empêchant une distribution non productive des ressources en faveur des dirigeants ou de certaines parties prenantes. R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 20, p. 587-588; R. ROMANO, préc., note 465; Agnes C.S. CHENG, Henry HUANG, Gerald J. LOBO, and Yinghua LI, "Institutional Monitoring Through Shareholder Litigation", [2010] 95 *Journal of Financial Economics* 356, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=930532>>. Voir également Robert B. THOMPSON et Randall S. THOMAS, "Shareholder Litigation: Reexamining the Balance

Néanmoins, bien que les investisseurs institutionnels possèdent généralement les outils et les ressources nécessaires pour agir à titre de représentants des intérêts de l'ensemble des actionnaires, par exemple dans le cadre d'un recours collectif, l'activisme judiciaire est malgré tout fonction de l'importance de l'investissement de l'actionnaire institutionnel dans une société donnée. En effet, ici également, le bénéfice auquel aura droit l'investisseur ayant entrepris le recours est proportionnel au nombre de titres qu'il détient au sein de la société visée⁹¹⁸. Ainsi, puisque les bénéfices d'une poursuite sont rarement suffisants pour compenser les coûts liés à une telle initiative ainsi que le temps consacré à la préparation et à la présentation de la demande, ceci peut expliquer la fréquence moins élevée de cette forme d'activisme⁹¹⁹. Dans ce cadre, l'importance des obstacles procéduraux auxquels les investisseurs institutionnels auront à faire face constituera un élément important de l'analyse. Enfin, le recours peu fréquent aux poursuites judiciaires comme un instrument complémentaire de gouvernance s'explique également par le faible taux de succès des demandeurs qui décident d'intenter des poursuites contre les dirigeants et administrateurs d'une société⁹²⁰. Malgré cela, certains exemples nous rappellent que l'activisme judiciaire peut s'avérer une voie intéressante du point de vue d'un actionnaire institutionnel.

Dans les dernières années, différents facteurs contextuels, économiques et légaux ont incité les investisseurs institutionnels à s'impliquer davantage par la voie judiciaire. Entre autres, l'intégration croissante des marchés de capitaux canadiens et états-uniens, qui a entraîné une hausse du nombre

Between Litigation Agency Costs and Management Agency Costs", 2002, *Vanderbilt Law and Economics Research Paper No 02-10*, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=336162>>.

⁹¹⁸ Ce qui peut donner ouverture à des cas de resquillage de la part des autres actionnaires tel que nous en avons fait état plus tôt.

⁹¹⁹ R. CRÊTE, préc., note 672, 434.

⁹²⁰ *Id.*, 427 référant à l'étude menée par R. ROMANO, préc., note 465. Notamment, la cour a souligné dans l'affaire *Greenlight Capital* que des manquements aux pratiques de gouvernance d'une société ne peuvent supporter un recours en oppression. *Greenlight Capital Inc. c. Stronach*, [2006] O.J. No. 4353, par. 63 (Sup.Ct of J.) (QL/LN).

d'investisseurs institutionnels états-uniens sur notre territoire, a contribué à diminuer l'esprit de coterie qui existe au Canada et à la prise d'importance de la participation des différents investisseurs canadiens. Plus spécifiquement, la présence des fonds de couverture qui ont une approche différente lorsque vient le temps d'intervenir auprès des dirigeants des sociétés et l'influence des activistes états-uniens, qui ont l'habitude d'effectuer des interventions plus directe et qui acceptent plus fréquemment d'assumer le rôle de représentants d'un groupe d'actionnaires dans le cadre de la prise d'un recours collectif ont contribué à accroître l'importance de l'activisme judiciaire chez les investisseurs institutionnels canadiens⁹²¹.

À titre d'illustration de cette nouvelle implication, nous pouvons notamment mentionné *CC&L Dedicated Enterprise Fund c. Fischerman*, [2002] O.J. N° 1855 (QL/LN), *UPM-Kymmene Corp. c. UPM-Kymmene Miramichi inc.*, [2002] O.J. N° 2412 (Sup. Ct of J.), conf. en appel *UPM-Kymmene Corp. c. UPM-Kymmene Miramichi inc.*, [2004] O.J. N° 636 (C.A.), *Greenlight Capital Inc. c. Stronach*, [2006] O.J. N° 4353 (Sup.Ct of J.) (QL/LN), *Ford Co of Canada c. Ontario Municipal Employees Retirement Board*, [2004] O.J. N° 191(S.C.J.) (QL/LN), [2006] O.J. N° 27 (C.A.) (QL/LN), *Paulson & Co c. Algoma Steel inc.*, [2006] O.J. N° 36 (S.J.C.) (QL/LN), *Power Corporation du Canada c. Mouvement d'éducation et de défense des actionnaires*, 2008 QCCS 801, [2008] J.Q. no 1764; conf. par 2009 QCCA 1627, [2009] J.Q. N° 8699, *Peel Financial Services Ltd. c. Omers Realty Management*, [2009] O.J. N° 3375, ou plus récemment à *Rosetim Investments inc. v. BCE inc.*, 2010 C.C.S. N° 3393; [2010] S.J. N° 96.

Ainsi, dans l'affaire Repap⁹²², les premiers à intervenir pour dénoncer le caractère abusif du contrat d'emploi octroyé à l'un des administrateurs de la

⁹²¹ J. CHAPMAN, préc, note 916, 334-335.

⁹²² *UPM-Kymmene Corp. c. UPM-Kymmene Miramichi inc.*, [2002] O.J. N° 2412 (Sup. Ct of J.), conf. en appel *UPM-Kymmene Corp. c. UPM-Kymmene Miramichi inc.*, [2004] O.J. N° 636 (C.A.).

société, à prendre un recours pour le faire annuler et à lancer une bataille de procuration pour remplacer les membres du conseil d'administration ont été des investisseurs institutionnels (TD Asset Management et Third Avenue Funds)⁹²³. Dans cette affaire, l'intervention des investisseurs institutionnels avait d'ailleurs un caractère particulier compte tenu du fait qu'il est généralement difficile pour les investisseurs institutionnels d'intenter des procédures à la suite de l'attribution par le conseil d'administration d'une rémunération excessive aux dirigeants de la société, puisqu'ils ne peuvent poursuivre directement les administrateurs et doivent intenter le procès au nom de la société lésée en ayant recours au mécanisme de l'action oblique.

De même, l'arrêt Ford⁹²⁴, où un système de détermination des prix de transfert préjudiciable aux intérêts des actionnaires minoritaires canadiens avait entraîné des pertes d'environ 500 millions de dollars pour les actionnaires des sociétés canadiennes, constitue une autre illustration de l'activisme judiciaire des investisseurs institutionnels. En effet, dans cette affaire, l'Ontario Municipal Employees Retirement System (ci-après « OMERS ») a essentiellement réussi à faire la preuve que le système utilisé de 1965 à 1995 par Ford Canada et Ford Motor Company (la société mère états-unienne) était abusif, et que la valeur des actions proposées par Ford Canada sous-évaluait la valeur de la société à cause de ce système. Faisant la preuve que le système de prix de transfert n'avait pas été modifié pendant plusieurs années, malgré la baisse de la valeur du dollar canadien et les pertes constantes de Ford Canada, de sorte que ses pertes correspondaient à des profits pour Ford US⁹²⁵, OMERS a réussi à obtenir des dommages-intérêts compensant en partie les pertes subies par les actionnaires.

⁹²³ *UPM-Kymmene Corp. c. UPM-Kymmene Miramichi inc.*, [2002] O.J. N° 2412 (Sup. Ct of J.), par. 6.

⁹²⁴ *OMERS c. Ford Canada*, (2006) 79 O.R. (3d) 81 (C.A.).

⁹²⁵ L'effet de cette pratique était que Ford Canada payait plus cher pour les pièces à la société états-unienne que si le système établissait une politique équitable, ce qui avait pour effet de réduire les bénéfices de la société canadienne.

Ainsi, si la culture canadienne en matière d'activisme judiciaire ne peut toujours pas se comparer à la situation états-unienne, il demeure que la prise d'importance de l'activisme judiciaire au Canada accroît les chances que les comportements abusifs des dirigeants et administrateurs soient réprimés et sanctionnés par les tribunaux civils, ce qui risque, à long terme, d'avoir un impact sur leurs choix. Par ailleurs, même si le procès ne se rend pas jusqu'au jugement, la mise en œuvre des changements souhaités dans la gouvernance de la société par la prise d'un engagement des dirigeants dans le cadre d'un règlement hors cour afin de mettre fin au litige peut également constituer une issue souhaitable pour les actionnaires. Les résultats d'une recherche empirique portant sur des recours intentés dans les sociétés ouvertes états-uniennes de 1960 à 1987 ont notamment démontré que la majorité des actions intentées ont mené à la conclusion de règlements hors cour et que, dans 30 % de ces ententes, les plaignants avaient obtenu des changements relatifs à la composition du conseil d'administration, aux régimes en place, ainsi que l'adoption de nouvelles politiques en matière de mesures défensives⁹²⁶. Dans ce cadre, soulignons en terminant que d'autres études menées aux États-Unis ont fait état du fait que les recours collectifs dont le représentant autorisé du groupe était un investisseur institutionnel ont été associés à l'obtention de règlement hors cour plus généreux et à une meilleure surveillance des représentants légaux (avocat responsable du dossier)⁹²⁷.

⁹²⁶ R. CRÊTE, préc., note 672, 421 référant à l'étude menée par Roberta ROMANO, "The Shareholder Suit: Litigation Without Foundation?", (1991) 7 *J. L. Econ. & Org.* 55.

⁹²⁷ Michael A. PERINO, "Institutional Activism Through Litigation: An Empirical Analysis of Public Pension Fund Participation in Securities Class Action", octobre 2006, St. John's Legal Studies Research Paper No. 06-0055, p. 25 et 31, en ligne : SSRN <<http://ssrn.com/abstract=938722>>; James D. COX et Randall S. THOMAS, "Does the Plaintiff Matter? an Empirical Analysis of Lead Plaintiffs in Securities Class Actions", (2005) 106 *Columbia L.R.* 1587; Vanderbilt Law and Economics Research Paper No. 05-21, en ligne : SSRN <<http://ssrn.com/abstract=783948>>; et C.S.A. CHENG, H. HE HUANG, G.J. LOBO et Y. LI, préc., note 917.

1.3.2.4. La nomination des administrateurs

Dans certains cas, il peut être avantageux pour un investisseur institutionnel d'effectuer des pressions afin qu'une personne de son choix obtienne un siège sur le conseil d'administration d'une société dont il détient les titres afin de représenter ses intérêts particuliers et d'être en mesure d'effectuer une meilleure surveillance des dirigeants. Néanmoins, malgré les avantages que peut présenter ce type d'intervention, ces démarches demeurent plutôt inhabituelles.

Ceci s'explique notamment par la complexité de gérer un double rôle (c.-à-d. de devoir agir dans l'intérêt de la société et de l'ensemble de ses actionnaires, en plus de respecter ses obligations envers ses bénéficiaires). En effet, si on peut croire qu'une représentation institutionnelle est susceptible d'améliorer le rendement de la société visée et que cela permettra à l'investisseur institutionnel de faire valoir ses préoccupations directement, on peut également craindre les situations de conflits d'intérêts auxquels cette situation risque de donner ouverture, ainsi que les problèmes qui peuvent survenir lorsqu'un investisseur institutionnel devient un initié. Tel que le soulignait le professeur MacIntosh, le fait qu'un investisseur institutionnel possède un représentant sur le conseil d'administration augmente ses risques de poursuite pour délit d'initié et diminue sa liquidité⁹²⁸.

⁹²⁸ J.G. MacINTOSH, préc., note 6, 395; J.C. COFFEE, préc., note 459, 1345; S. ROUSSEAU et B. GAUTHIER, préc., note 136. En effet, une des façons d'éviter une situation de délits d'initiés peut être de ne pas transiger sur les titres de l'émetteur lorsqu'une information particulière n'est pas divulguée au public investisseur. Cette stratégie a toutefois un impact sur la liquidité des titres détenus par l'intermédiaire de marché, puisque ce dernier ne pourra vendre sa participation dans la société même si la raison pour le faire n'a rien à voir avec l'information privilégiée dont l'administrateur dispose. La mise en place d'une muraille de Chine entre le représentant désigné et l'investisseur institutionnel pourrait toutefois réduire le risque de poursuite pour délit d'initié, mais nuirait à l'atteinte de l'objectif premier de la nomination d'un représentant sur le conseil d'administration, c.-à-d. de surveiller les dirigeants de la société. La complexité de cette situation justifie sans doute la faible popularité de ce mode d'activisme auprès des investisseurs institutionnels.

Or, peut-être pour contourner ces difficultés, on voit de plus en plus fréquemment d'actionnaires dissidents, investisseurs institutionnels ou particuliers, présenter une liste incomplète d'administrateurs (*short slate*) pour remplacer une partie des membres du conseil d'administration d'une société⁹²⁹. Cette formule est privilégiée par les activistes cherchant à obtenir une représentativité sur le conseil d'administration, essentiellement pour deux raisons. Tout d'abord, les firmes offrant des conseils auprès des investisseurs institutionnels en matière d'exercice du droit de vote ont historiquement eu tendance à appuyer les propositions visant le remplacement partiel des administrateurs plutôt que celles qui visaient à remplacer la totalité ou une majorité du conseil d'administration en place. Ensuite, le fait de proposer le remplacement partiel des membres du conseil d'administration en place évite l'application des clauses de changement de contrôle, c'est-à-dire des dispositions contenues dans les documents de prêt qui protègent les détenteurs d'obligations contre une prise de contrôle par une société ayant une moins bonne notation de crédit⁹³⁰.

Malgré que l'on puisse observer une augmentation des élections contestées au Canada, ces dernières constituent tout de même une chose exceptionnelle compte tenu des coûts que doivent assumer les actionnaires qui choisissent d'entreprendre cette forme d'activisme et de la présence d'actionnaires dominants puisqu'ils peuvent faire échec à ce type d'intervention. Par ailleurs, la mise en œuvre de démarches de ce type afin de livrer une bataille de procurations entraîne généralement des rencontres et des discussions entre les dissidents et les dirigeants afin d'éviter toute forme de publicité négative et de limiter les coûts rattachés à une lutte de ce

⁹²⁹ Andrew TUCH, "SEC Grants No-Action Relief to Activist Shareholders", 19 avril 2009, The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, en ligne : <<http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2009/04/19/sec-grants-no-action-relief-to-activist-shareholders/>>.

⁹³⁰ *Id.*

type. De ce fait, une partie de ces propositions ne sont jamais soumises au vote des actionnaires.

1.3.3. L'impact des diverses barrières : les actionnaires institutionnels canadiens ont-ils toute la latitude nécessaire pour intervenir auprès des dirigeants?

Tel que nous l'avons exposé, l'activisme des actionnaires institutionnels canadiens s'exprime de diverses façons. De manière générale toutefois, ces interventions s'effectuent par le biais de démarches discrètes menées auprès des dirigeants des sociétés, par le recours aux services d'experts-conseils en matière d'exercice du vote par procuration, ainsi que par la création d'organisme ou d'association qui leur permet d'influencer les décisions des sociétés canadiennes en matière de gouvernance tout en conservant un certain anonymat.

Or, cette forme d'activisme, qui est actuellement privilégiée par les actionnaires institutionnels canadiens, est difficile à évaluer (contrairement aux interventions plus visibles qui ont cours chez nos voisins du Sud qui sont plus faciles à quantifier et à évaluer empiriquement). Malgré tout, si l'on calcule que le Canadian Coalition for Good Governance comporte 43 membres qui se voient confier la gestion de 1,4 trillion d'actifs par des investisseurs canadiens, que le PIAC (Association canadienne des gestionnaires de caisses de retraite) représente actuellement plus de 130 caisses de retraite qui gèrent des éléments d'actif global supérieur à 909 milliards de dollars et que le SHARE s'adresse à une clientèle qui inclut des fonds de pension, des organismes de placement collectif, des fondations ainsi que des gestionnaires de portefeuille qui œuvrent sur l'ensemble du territoire canadien, on conçoit aisément que ces regroupements détiennent une force économique qui est susceptible de faire l'objet d'une écoute attentive tant des dirigeants que des législateurs canadiens lorsqu'un

ensemble d'investisseurs institutionnels désirent effectuer certains changements dans la gouvernance des sociétés ouvertes.

Ainsi, malgré cette difficulté à évaluer l'importance des interventions effectuées par les actionnaires institutionnels, nous avons de bonnes raisons de croire qu'ils sont loin d'être inactifs. Bien qu'il existe, encore aujourd'hui, de nombreuses raisons qui poussent les investisseurs institutionnels à la passivité, il semble que ces entraves à l'activisme⁹³¹ ne soient plus insurmontables. En effet, tel que nous en avons fait état, les investisseurs institutionnels ainsi que les regroupements d'actionnaires interviennent de plus en plus fréquemment lorsque cela s'avère nécessaire. Que ce soit par l'exercice de leur droit de vote, par le biais de la diplomatie discrète, de la dénonciation publique, ou encore par le recours au mécanisme de la proposition d'actionnaire ou par la judiciarisation du litige opposant les actionnaires aux dirigeants, l'activisme des investisseurs institutionnels a évolué et pris de l'importance dans les récentes années.

Certains exemples attestent de cette prise d'importance de l'activisme et de la volonté générale à contribuer à cette tendance. Outre la prise d'importance de l'activisme judiciaire, nous pouvons notamment mentionner la création au Canada de différents regroupements d'actionnaires (dont le MÉDAC, le SHARE et le FAIR), l'affichage des politiques en matière d'exercice du droit de vote sur les différents sites Internet des investisseurs institutionnels, leurs interventions lors d'appel de commentaires dans le cadre de la réflexion autour de la réforme de la réglementation sur différents sujets, ainsi que la croissance du nombre de propositions d'actionnaires dans les dernières années.

⁹³¹ Jeffrey G. MacINTOSH, "Institutional Shareholders and Corporate Governance in Canada", (1996) 26 *Can.Bus.L.J.* 145, 158-171.

Or, l'activisme des acteurs institutionnels demeure un choix et un geste délibéré. L'opportunité d'agir ainsi que le type de mesure devant être privilégié est évalué selon différents critères économiques et de pertinence. En effet, les actionnaires institutionnels seront plus enclins à agir lorsqu'ils seront en présence d'un risque d'expropriation des droits des actionnaires minoritaires par les actionnaires de contrôle ou encore, lorsqu'il sera nécessaire d'agir afin de limiter d'autres types de coûts d'agence découlant des comportements opportunistes des dirigeants. De même, la décision d'intervenir ou non s'expliquera également par l'analyse des coûts et des bénéfices qu'effectuera l'investisseur avant d'entreprendre une démarche, ainsi que par les choix réglementaires qui ont été privilégiés au Canada.

Bien qu'il y ait toujours certaines barrières à l'activisme, les différents exemples rapportés dans les médias⁹³² nous permettent de croire qu'actuellement, les investisseurs institutionnels participent à la toile de mécanismes de surveillance et de contrôle qui limitent les coûts d'agence découlant des comportements opportunistes des dirigeants et des actionnaires de contrôle et qu'ils s'ajoutent aux divers mécanismes de marché et à l'encadrement légal. En effet, en plus des règles⁹³³ qui limitent les bénéfices privés résultant du contrôle et des règles de gouvernance qui visent à réduire l'adoption de comportements opportunistes par les dirigeants et des actionnaires de contrôle, nous croyons que la présence des investisseurs institutionnels joue un rôle dans la diminution des coûts d'agence afin de maintenir un équilibre favorable à l'ensemble des actionnaires.

⁹³² Par exemple, pensons notamment au cas de European Goldfields, Barbara SHECTER, "Large Pensions Engage in Rare Fight over Board Vote", *Financial Post*, 27 avril 2011, en ligne: <http://business.financialpost.com/2011/04/27/pensions-take-on-board-at-annual-meeting/>, ou encore au cas de Magna "Jarislowsky aims to oust Magna board : Stronach's pay at issue : Major shareholder calls for revolt over chairman' US \$34.5M", 4 mai 2004, en ligne : http://www.accessmylibrary.com/coms2/summary_0286-21228997_ITM.

⁹³³ Voir section 1.1 du premier chapitre du présent document.

Devant cette hypothèse, nous proposons de consacrer la prochaine section à une analyse de l'influence et de l'impact réel des différentes actions entreprises par les actionnaires institutionnels sur la structure de gouvernance et la performance des sociétés ouvertes en considérant notamment la diversité des intérêts en présence.

*

* *

Au Canada, si les regroupements d'actionnaires semblent actuellement occuper le haut du pavé de par leurs efforts visant à coordonner les actions menées par leurs membres et leurs interventions visant à favoriser la création d'un contexte législatif favorable aux intérêts de ces derniers, d'autres investisseurs institutionnels participent également au changement observé dans le rapport de force qui existe entre les dirigeants, les administrateurs et les actionnaires.

Notamment, les caisses de retraite, surtout les caisses publiques, les fonds de couverture ainsi que certains gestionnaires de portefeuille, dont la Caisse de dépôt et placement du Québec et Jarislowsky Fraser, interviennent ponctuellement auprès des dirigeants, des administrateurs (et possiblement des actionnaires dominants) afin de protéger les intérêts de l'ensemble des actionnaires. Or, bien que l'ensemble des acteurs, institutionnels ou non, ne manifeste pas le même intérêt pour l'activisme, il semble néanmoins que leurs interventions visent particulièrement des questions de gouvernance propres au marché canadien⁹³⁴.

⁹³⁴ C'est-à-dire à des questions liées à des situations potentielles d'opportunisme et d'extraction de bénéfices privés par les actionnaires dominants. Nous reviendrons ultérieurement sur ce point.

Dans ce cadre, leurs interventions prennent diverses formes dont la sélection semble essentiellement s'effectuer sur la base d'une analyse fondée sur les coûts et les bénéfices susceptibles d'en résulter.

2. Les impacts de l'activisme des investisseurs institutionnels : entre la crainte et l'espoir

Trois prémisses sous-tendent l'idée qu'il est nécessaire d'accroître le pouvoir et l'influence des actionnaires pour parvenir à réduire les coûts d'agence qui existent au sein des sociétés. La première relève de la croyance que les sociétés doivent agir dans l'intérêt des actionnaires. La deuxième s'appuie sur l'hypothèse que les actionnaires assumeront un rôle plus actif dans la surveillance et le contrôle des dirigeants des sociétés s'ils parviennent à surmonter le problème d'action collective ainsi que les autres situations de conflits d'intérêts qui limitent leurs actions. Enfin, la troisième présume que les actionnaires vont intervenir seulement dans l'objectif de protéger les intérêts de l'ensemble des actionnaires de la société et non pas à des fins personnelles⁹³⁵.

C'est sur ce dernier point que nous désirons nous attarder dans les lignes qui suivent. Malgré nos conclusions sur la place particulière des actionnaires au sein des sociétés (voir le chapitre préliminaire) et sur l'impact limité des différentes barrières qui entravent l'activisme actionnarial (chapitre premier et deuxième), il semble irrationnel de restreindre les pouvoirs décisionnels des dirigeants des sociétés et de transférer certains de leurs pouvoirs aux actionnaires si cela a pour seul effet de déplacer le problème d'agence sans en réduire l'importance ou y mettre fin. Si les actionnaires ne poursuivent pas un but unique et que leurs intérêts ne sont pas homogènes, on peut croire que l'augmentation des droits des actionnaires pourrait plutôt

⁹³⁵ I. ANABTAWI, préc., note 5, p. 12 de la version en ligne.

permettre à certains actionnaires plus influents d'abuser de leur position en infléchissant à leur avantage les différentes décisions de gestion.

Or, tel que nous l'avons exposé plus tôt, la théorie du réseau de contrats considère que les actionnaires qui tentent d'influencer la gestion des sociétés ouvertes le font dans l'objectif premier d'améliorer la performance économique globale de la société puisqu'ils en sont les bénéficiaires résiduels – objectif en lien direct avec les intérêts de l'ensemble des actionnaires et de la société elle-même. En ce sens, l'activisme actionnarial a été perçu jusqu'à maintenant comme étant une chose positive et même souhaitable par de nombreux auteurs⁹³⁶. En effet, si l'on présume que les investisseurs institutionnels utilisent leurs droits de vote dans l'objectif de maximiser la valeur de la société, et cela, dans le meilleur intérêt de l'ensemble des actionnaires, et que l'on convient qu'il s'agit de l'objectif qui doit être poursuivi par la société, il semble conséquemment logique que l'activisme actionnarial constitue une position avantageuse qui doit être privilégiée.

Malgré la valeur de cette position théorique, tous ne s'entendent pas sur l'impact de l'activisme des investisseurs institutionnels et des autres regroupements d'actionnaires. Certains soutiennent en effet que l'influence des actionnaires sur les dirigeants et sur la régie des sociétés ouvertes est négligeable, alors que d'autres prétendent plutôt que l'impact de leurs interventions est plutôt négatif et que les comportements abusifs sont tout simplement menés par d'autres acteurs que les dirigeants. Enfin, d'autres affirment que l'ensemble des actionnaires bénéficie des interventions menées par les investisseurs institutionnels. Mais qui dit vrai?

⁹³⁶ I. ANABTAWI et L. STOUT, préc., note 77, p. 5 de la version en ligne.

Afin de répondre à cette question, nous tenterons dans la prochaine section de déterminer dans quelle mesure les actionnaires cherchent par leurs actions à favoriser les intérêts de l'ensemble des actionnaires et à réduire les coûts d'agence découlant des comportements opportunistes des dirigeants et des actionnaires dominants. Pour ce faire, nous tenterons dans un premier temps d'identifier quels sont les risques liés à un plus grand activisme de la part des actionnaires (2.1) pour ensuite considérer l'impact de ces diverses interventions sur les coûts d'agence et sur la protection des droits de l'ensemble des actionnaires (2.2).

2.1. Les problèmes potentiels liés à l'activisme actionnarial

Il serait optimiste de croire que l'ensemble des actionnaires institutionnels, qui adoptent une attitude plus active afin de faire valoir leur point de vue auprès des dirigeants d'une société, agissent en ce sens dans le seul objectif d'accroître la valeur de la société dans l'intérêt de la collectivité. En effet, on reproche souvent aux investisseurs institutionnels qui interviennent auprès des dirigeants de poursuivre des ambitions qui ne sont pas partagées par l'ensemble des actionnaires ou qui sont même en conflit avec les intérêts des actionnaires moins interventionnistes⁹³⁷. Certains auteurs vont même jusqu'à affirmer que l'activisme des actionnaires institutionnels compromet le rôle du conseil d'administration à titre de centre décisionnel principal, affaiblissant ainsi la gouvernance de l'entreprise⁹³⁸.

Tout comme les dirigeants, les administrateurs ou les actionnaires dominants, les investisseurs institutionnels peuvent être tentés d'user de leur pouvoir d'influence afin de favoriser leurs intérêts personnels aux dépens des intérêts de la société et de ceux des autres actionnaires. Les sources de

⁹³⁷ N. WALTON, préc., note 641, p. 3.

⁹³⁸ S.M. BAINBRIDGE, "Shareholder Activism and Institutional Investors", préc., note 119.

ces conflits d'intérêts sont d'origines diverses. En effet, il peut notamment s'agir de conflits qui découlent de la relation d'affaires que l'investisseur institutionnel maintient avec la société (*self-dealing transactions*), des liens que l'investisseur possède dans une société concurrente⁹³⁹, ou encore des produits dérivés qu'il possède en lien avec les titres de la société⁹⁴⁰. Considérant que la tolérance au risque, la diversification du portefeuille, les ressources informationnelles et analytiques ainsi que les aptitudes à surveiller les activités des sociétés varieront considérablement d'un investisseur à l'autre, cela affectera également les choix qui seront privilégiés par l'actionnaire effectuant une intervention⁹⁴¹. De même, le fait que certains types d'actionnaires possèdent des intérêts à court terme influencera également les choix qu'ils feront et les placeront dans certains cas dans une situation de conflit d'intérêts face à la société ou aux autres actionnaires⁹⁴². Enfin, soulignons que la complexité de la structure du capital des sociétés pourra aussi être la source des préférences divergentes qui existent entre les différents types de détenteurs de titres de la société et susciter certains conflits d'intérêts.

⁹³⁹ Pensons notamment au cas de l'acquisition de MONY par la société d'assurance AXA.

⁹⁴⁰ Ceci est particulièrement vrai lorsqu'un actionnaire détenant le droit de vote dans une société a recours à divers produits dérivés pour diminuer le risque économique lié à la détention des titres. N. WALTON, préc., note 641, p. 10-11.

⁹⁴¹ J. SARRA, préc., note 48, p. 5 de la version en ligne.

⁹⁴² I. ANABTAWI et L. STOUT, préc., note 77, p. 44 de la version en ligne. « Much discussed is the fact that in general, shareholders will not all share the same time preferences or the same discount rate. Differences in time preferences can lead to different payoffs depending on the how the corporation is managed. For example, an R&D investment might result in a higher payoffs for a long-term shareholder since up-front costs reduce the immediate value of the firm, while future benefits are uncertain. Short-term investors might prefer a strategy where the firm is broken up and liquidated realizing an immediate return, while long-term investors are harmed if the return from continued operations is high enough. Similarly, share buybacks using debt might pump up the short-term price of the stock but increase the risk of bankruptcy later and reduce resources available to the firm for future investments. » (Note : les références ont été omises.) N. WALTON, préc., note 641, p. 10-11.

Or, contrairement aux administrateurs, la règle veut que les actionnaires exercent leur droit de vote selon leurs intérêts personnels⁹⁴³. Normalement, surtout dans les sociétés comptant un très grand nombre d'actionnaires, la divergence d'intérêts entre les différents actionnaires se matérialise par l'enregistrement de votes contradictoires qui, au final, ont peu de chance de favoriser un seul actionnaire ou un nombre restreint d'actionnaires. Cependant, l'existence de ces divergences risque de devenir plus apparente si le pouvoir d'intervention de certains actionnaires devient disproportionné, leur permettant d'agir auprès des dirigeants afin d'infléchir leur pouvoir décisionnel de manière à favoriser leurs propres intérêts au détriment des intérêts de l'ensemble des actionnaires.

De ce fait, on peut notamment prévoir qu'il y aura des coûts d'agence qui découleront de l'interventionnisme accru des investisseurs dès lors qu'un actionnaire sera en mesure d'exercer un contrôle sur la société, c'est-à-dire surtout dans les cas où la structure d'actionnariat ne comporte pas un actionnaire de contrôle⁹⁴⁴, et s'il y a des intérêts dissemblables au sein de cette société⁹⁴⁵. Tel que le professeur John Coffee l'a suggéré, trois critères permettent de définir l'organe de surveillance optimal. Tout d'abord, l'organe de contrôle doit posséder un horizon de placement qui lui permette d'améliorer la gouvernance d'une société, même si les retombées

⁹⁴³ Le droit de vote constitue un droit dont l'actionnaire peut faire usage dans son seul intérêt sans égard à l'intérêt de la société dans son ensemble et sans avoir à expliquer la justesse des motifs qui sous-tendent sa décision. En effet, sous réserve des dispositions contenues dans les règlements de la société ou dans une convention unanime d'actionnaires, il n'est pas interdit à un actionnaire d'exercer son droit de vote pour appuyer une résolution qui favorise ses propres intérêts, mais qui est, à certains égards, dommageable pour l'intérêt général de la société dans son ensemble. *Burland c. Earle*, [1902] A.C. 38, 94 (P.C.). Au même effet, voir : F.W. WEGENAST, préc., note 398, p. 316. De ce fait, les gestionnaires de fonds institutionnels n'ont aucune obligation envers la société dans laquelle ils investissent et encore moins envers les autres actionnaires de cette société. Ils possèdent une obligation fiduciaire envers leurs bénéficiaires.

⁹⁴⁴ Cela pourrait également être le cas si un investisseur institutionnel ou un regroupement d'investisseurs détiennent plus d'un tiers des titres d'une société dans les cas où un changement nécessite un vote favorable des 2/3 des actionnaires.

⁹⁴⁵ P. ROSE, préc., note 504, p. 22.

économiques découlant de la proposition ne se font sentir qu'à long terme⁹⁴⁶ (2.1.1). Ensuite, le nombre de titres détenus par cet organe de surveillance doit être suffisamment important pour justifier le coût des mécanismes qui sont rendus nécessaires par l'exercice de cette fonction (2.1.2). En effet, une participation importante accroît les chances que l'exercice de leur vote affecte le résultat du scrutin et augmente la part des gains récoltés dans l'éventualité où la démarche est couronnée de succès⁹⁴⁷. Enfin, l'organe de contrôle doit agir sans risque de conflit d'intérêts afin que le processus décisionnel suivi ne soit pas guidé par le désir d'effectuer un gain qui ne serait pas réalisé par l'ensemble des actionnaires (2.1.3).

Afin d'avoir une idée plus précise de l'importance des principales divergences qui existent entre les actionnaires et de leur impact sur la valeur des interventions menées par ces derniers, et de déterminer s'ils peuvent constituer un organe de contrôle des coûts d'agence découlant des comportements opportunistes des dirigeants et des actionnaires dominants, nous tenterons dans la présente section d'appréhender la nature et les conséquences négatives qu'elles sont susceptibles d'entraîner.

2.1.1. La vision court-termiste des investisseurs institutionnels

Tel que le soulignent les professeurs Crête et Rousseau, la séparation de la propriété et du contrôle permet aux dirigeants en place d'administrer la société dans leurs propres intérêts, ce qui menace le rendement et la compétitivité de la société à long terme⁹⁴⁸. En effet, les dirigeants ne tirent que peu ou pas de bénéfices personnels d'une gestion des affaires de la

⁹⁴⁶ J.C. COFFEE, préc., note 459, 1336.

⁹⁴⁷ Conséquemment, ceci a également une influence sur l'intérêt d'investir effort et argent pour obtenir toute l'information pertinente afin d'exercer ce vote de manière optimale. B.S. BLACK, "Shareholder Passivity Reexamined", préc., note 6, 524.

⁹⁴⁸ R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 6, 935; A.A. BERLE et G.C. MEANS, préc. note 29.

société sur un horizon à long terme – ce qui est considéré comme étant dans le meilleur intérêt de l'ensemble des actionnaires – puisque lorsqu'ils agissent dans cette perspective, ce sont leurs successeurs qui bénéficient économiquement de leurs efforts⁹⁴⁹. Conséquemment, en l'absence d'autres incitatifs les poussant à privilégier les intérêts à long terme de la société, les dirigeants n'ont pas de raison d'agir dans ce sens et privilégient plutôt des décisions qui ont des retombées dont ils peuvent profiter.

Or, les dirigeants ne sont pas les seuls à favoriser une perspective de gestion ayant des répercussions sur un horizon à court terme. En outre, différents investisseurs institutionnels ont des incitatifs qui les poussent à agir de façon telle que leurs avoirs soient maximisés sur une courte période de temps. Que ce soit pour attirer de nouveaux capitaux, pour soutirer de la clientèle à leurs principaux concurrents, ou encore de par la pression qui est exercée sur les gestionnaires à l'interne, plusieurs investisseurs institutionnels souhaitent obtenir des rendements positifs à court terme. Or, dans la mesure où les investisseurs institutionnels qui effectuent leur investissement dans une perspective à court terme sont en mesure d'influencer la gestion de la société dans laquelle ils détiennent des titres, on peut craindre une destruction de la valeur à long terme de la société, une diminution de l'efficacité des marchés, ainsi qu'une réduction du retour sur investissement.

Dans ce cadre, est-il réaliste de croire que les actionnaires peuvent de par leurs interventions réduire le problème de gestion à court terme que l'on perçoit chez les dirigeants? Doit-on permettre à des actionnaires éphémères, qui ont des intérêts qui divergent des actionnaires à long terme, de dicter les choix importants que doit faire une société ou est-ce que le fait de donner davantage de pouvoir aux actionnaires risque d'orienter les politiques corporatives vers un horizon à court terme qui risque d'être contre-

⁹⁴⁹ A. KEAY, préc., note 60, p. 20 de la version en ligne.

productif, non seulement pour les actionnaires, mais également pour les autres composantes telles que les employés et la communauté en général?

Une réponse à ces questions se trouve possiblement dans le fait que les retombées découlant de l'amélioration des règles de gouvernance d'une société se font rarement ressentir à court terme et que, conséquemment, les investisseurs qui mènent ce type d'intervention poursuivent des intérêts à long terme⁹⁵⁰. En effet, il semble absurde de prétendre qu'un investisseur pourrait volontairement assumer les coûts d'une intervention, alors qu'il sait qu'il ne récoltera pas les bénéfices à long terme résultant de ce geste puisqu'il poursuit des objectifs à court terme et qu'il souhaite détenir ses titres seulement pour quelques mois⁹⁵¹. Par ailleurs, à l'heure actuelle, la plupart des réformes proposées placent beaucoup de pouvoirs (et d'espoirs!) entre les mains des investisseurs institutionnels. Dans ce cadre, est-il possible que les législateurs partout dans le monde soient si mal avisés?

Par ailleurs, selon le professeur Dent, personne n'a réussi à démontrer empiriquement que les investisseurs institutionnels recherchent uniquement des rendements à court terme⁹⁵². Selon Dent, si les actionnaires poursuivaient des objectifs à court terme tel que la théorie l'énonce, ces derniers agiraient seulement dans l'optique de faire grimper la valeur de leurs titres et vendraient ceux-ci à une valeur supérieure⁹⁵³. Or, cela impliquerait que les gestionnaires des différents fonds institutionnels possèdent les informations et les connaissances nécessaires afin de

⁹⁵⁰ En effet, les bénéfices liés à la mise en place d'un meilleur système de gouvernance ne se reflètent généralement pas dans la valeur des titres de la société visée dans les jours suivant une intervention. Par exemple, l'élection d'administrateurs indépendants à la suite de l'initiative d'un investisseur institutionnel ne fera pas en sorte qu'une société éprouvant des difficultés financières deviendra rentable à court terme.

⁹⁵¹ J.C. COFFEE, préc., note 459, 1324-1325.

⁹⁵² George W. DENT, "The Essential Unity of Shareholders and the Myth of Investor Short-Termism", (2010) 35 *Delaware Journal of Corporate Law* 97, p. 25 de la version en ligne, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=1435400>>.

⁹⁵³ *Id.*

déterminer à quel moment le marché intègre totalement les améliorations apportées à la gouvernance d'une société afin de pouvoir vendre les titres détenus. Or, la théorie reconnaît généralement que les marchés ne sont pas totalement efficaces et que le prix des titres ne reflète pas précisément l'ensemble de l'information passée, présente et future en lien avec une société donnée.

Cette impression que de nombreux investisseurs institutionnels poursuivent des objectifs à court terme fait abstraction du fait que les gestionnaires de plusieurs types de fonds ont une obligation d'impartialité qui les oblige à gérer les actifs du fonds tant dans l'intérêt des participants (afin que le fonds génère suffisamment d'intérêts pour les futurs retraités) que des bénéficiaires actuels (afin que les retraités actuels puissent retirer les montants qui leur sont dus). En effet, une gestion où l'accent serait essentiellement placé sur le rendement à court terme et qui entraînerait une éventuelle destruction de la valeur à long terme des sociétés dont les titres composent le portefeuille s'avérerait éventuellement néfaste pour un fonds institutionnel qui doit souvent effectuer des versements sur plusieurs générations⁹⁵⁴.

De même, la croyance à l'effet que les investisseurs institutionnels poursuivent des objectifs de rentabilité à court terme néglige la popularité grandissante de l'indexation des fonds comme stratégie d'investissement. Puisque la stratégie d'investissement appliquée par un investisseur institutionnel a un impact sur le taux de rotation de son portefeuille, c'est-à-dire sur la fréquence où il achète ou vend les titres composant son portefeuille, et que le taux de rotation diminue généralement lorsqu'un fonds est indexé, on peut croire que les investisseurs institutionnels ayant adhéré

⁹⁵⁴ Keith L. JOHNSON et Frank Jan de GRAAF, "Modernizing Pension Fund Legal Standards for the Twenty-First Century", (2009) 2(1) *Rotman International Journal of Pension Management* 44, 46.

à cette stratégie auront tendance à privilégier les décisions favorisant les intérêts à long terme des sociétés dans lesquelles ils détiennent des titres.

Par ailleurs, si différents motifs peuvent pousser un fonds à vendre ses titres, notamment un besoin de liquidité afin de satisfaire à ses obligations, ce comportement n'est pas nécessairement accompagné d'une vision court-termiste en ce qui a trait aux décisions de gestion et aux choix de gouvernance d'une société visée, puisque même les investisseurs à court terme peuvent posséder un intérêt dans la croissance à long terme des sociétés ouvertes. En effet, si le court-termisme était un problème endémique qui affectait plusieurs sociétés, les différents fonds institutionnels verraient les occasions profitables d'investissements restreintes avec des conséquences importantes sur leur niveau de profitabilité à long terme et sur leur capacité de rencontrer leurs engagements.

Enfin, dans le contexte canadien où le niveau de liquidité des marchés est moins élevé et où le nombre de sociétés dans lesquelles investir est moins important ⁹⁵⁵qu'aux États-Unis, on peut croire que la période moyenne de détention des actions par les fonds institutionnels sera plus longue que celle que l'on retrouve aux États-Unis. De plus, il est à prévoir que la structure d'actionnariat dominante au Canada, limitera l'opportunisme d'actionnaires poursuivant des objectifs à court terme. En effet, dans le cas où un actionnaire tenterait de mettre de l'avant un projet qui affecterait la valeur à long terme de la société, il est prévisible que la volonté de l'actionnaire dominant, dans la mesure où il s'oppose à ce projet, prévaudrait.

Ainsi, tout n'est pas blanc ou noir. Si certains investisseurs aguerris peuvent manœuvrer afin de tirer profit de certaines opérations survenant au sein des

⁹⁵⁵ En effet, de nombreuses études soulignent que les investisseurs manifestent un biais en faveur des titres nationaux (*home bias*). Voir Michael KILKA et Martin WEBER, "Home Bias in International Stock Return Expectation", (1997) *Journal of Psychology and Financial Markets* 176 et Cally JORDAN, "The Chameleon Effect: Beyond the Bonding Hypothesis for Cross-listed Securities", (2006) 3 *NYU J. Law & Bus.* 37.

sociétés⁹⁵⁶ dont ils détiennent les titres et que certains investisseurs institutionnels recherchent des bénéfices à court terme ou maintiennent un taux de rotation élevé en ce qui a trait à l'achat et à la vente des titres composant leur portefeuille, il faut douter que ceux qui interviennent afin de faire évoluer le modèle de gouvernance implanté par une société donnée ne le fassent uniquement afin d'obtenir un meilleur rendement à court terme.

2.1.2. Le problème de l'acquisition du droit de vote sans intérêt économique proportionnel au sein de la société

À première vue, il semble rationnel que des actionnaires qui contribuent également au capital d'une société aient une chance égale d'influencer les décisions qui sont prises collectivement. S'appuyant sur des fondements démocratiques d'égalité des voix, le principe de proportionnalité prévoit en effet que tout actionnaire doit posséder un droit économique égal au droit de vote qu'il possède au sein d'une société⁹⁵⁷. Énoncé autrement, cela revient à dire qu'il doit y avoir un lien entre l'influence qu'un actionnaire possède lors d'une assemblée d'actionnaires et le risque économique qu'il accepte de courir.

La valeur de ce principe, sur lequel s'appuie l'idée que le droit de vote des actionnaires contribue à maximiser la valeur de la société, a toutefois récemment été remis en question en raison du recours plus fréquent par les actionnaires institutionnels à différents mécanismes financiers qui permettent de dissocier le nombre de droits de vote qu'ils peuvent exercer de l'intérêt économique qu'ils possèdent réellement au sein d'une société⁹⁵⁸.

⁹⁵⁶ Certains investisseurs peuvent en effet manoeuvrer pour tirer profit d'une prise de contrôle, par exemple.

⁹⁵⁷ Mike BURKART et Samuel LEE, "The One Share – One vote Debate: A Theoretical Perspective", (2008) 12 *Review of Finance* 1; en ligne : <www.ssrn.com/abstract_id=987486>.

⁹⁵⁸ En effet, des auteurs ont récemment identifié un certain nombre de cas, aux États-Unis et partout dans le monde, où des fonds de couverture ainsi que d'autres investisseurs institutionnels ont pu exercer un nombre significativement plus élevé de droits de vote (et conséquemment une influence plus importante sur le résultat du vote) que l'intérêt

Notamment, certains auteurs ont par exemple établi que cette pratique est rendue possible par la conclusion d'une entente de prêt d'actions, souvent conclue par souci de rentabilité par les investisseurs institutionnels ainsi que par les firmes de courtage, puisque pendant la durée du prêt, l'actionnaire-prêteur ne dispose plus des droits de vote rattachés aux titres faisant l'objet du prêt. Or, si ce genre de transaction ne cause pas problème en temps normal, cela peut devenir problématique lorsqu'un investisseur emprunte les actions d'une société peu avant la date de référence et qu'il les remet peu de temps après cette date, puisqu'il peut par la suite exercer le droit de vote rattaché à ces titres lors de l'assemblée d'actionnaires, et cela, même s'il ne détient plus aucun intérêt économique dans la société lors de cette dernière.

De ce fait, lorsque les titres prêtés ne sont pas rappelés par le propriétaire véritable pour s'assurer qu'il pourra exercer son droit de vote, une situation potentielle de *empty voting* peut survenir ce qui fragilise la structure de votation existante⁹⁵⁹. En effet, dans l'éventualité où des actionnaires exercent leur droit de vote sans détenir d'intérêt économique corrélatif, les chances que le résultat du vote soit illégitime ou altéré par l'intervention d'investisseurs opportunistes qui n'accordent pas d'importance à l'intérêt à long terme de la société sont nettement plus importantes⁹⁶⁰.

Cette situation est particulièrement problématique dans le cas d'une offre publique d'achat, puisque la possibilité de voter des actions auxquelles aucun intérêt économique n'est rattaché peut permettre à certains investisseurs d'influencer le résultat final du vote dans un sens qui n'est pas

économique détenu au sein de cette société. Henri T.C. HU et Bernard BLACK, "Empty Voting and Hidden Ownership: Taxonomy, Implications, and Reforms", (2006) 61 *Business Lawyer* 1011; en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=887183>>; Henry T.C. HU et Bernard BLACK, "Hedge Funds, Insiders, and Empty Voting: Decoupling of Economic and Voting Ownership in Public Companies", (2007) 13 *Journal of Corporate Finance* 343; en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=874098>>; Henry T. C. HU et Bernard BLACK, "The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership", (2006) 79 *So. Cal. L. Rev.* 811.

⁹⁵⁹ Y. LISTOKIN, préc., note 696, p. 25 de la version en ligne.

⁹⁶⁰ D. YERMACK, préc., note 265.

nécessairement favorable à la société ou à l'ensemble de ses actionnaires. Par ailleurs, le fait que les actionnaires institutionnels ne soient pas toujours conscients qu'ils ne possèdent plus le pouvoir de voter les titres composant leur portefeuille⁹⁶¹, malgré qu'ils aient un droit économique dans ceux-ci⁹⁶², peut également entraîner des cas de survotation (*over-voting*)⁹⁶³ ce qui affecte le caractère représentatif du vote exprimé et risque d'entraîner une perte de confiance des actionnaires envers le système actuel.

Malgré tout, le prêt d'actions, qui facilite dans une certaine mesure la mécanique du vote sans intérêt économique corrélatif, possède toutefois son pendant positif. Notamment, selon Onnig Dombalagian il augmente notamment les chances que les titres de la société soient effectivement votés puisque le prêt de titres permet de faire passer le droit de vote des mains d'actionnaires qui ne se soucient pas réellement de l'impact de leur droit de vote sur la bonne gouvernance de la société vers les mains d'investisseurs qui se préoccupent d'une façon ou d'une autre de la manière dont le vote sera exercé et de son résultat⁹⁶⁴. Par ailleurs, malgré l'existence de certains risques, cet auteur suggère que cette réattribution du pouvoir permet aux actionnaires, qui en ont les moyens, de s'assurer que le vote qu'ils exercent a un impact réel sur la gestion de la société visée. En outre, cela permet une réattribution du vote aux actionnaires qui ont accès à de l'information plus complète, augmentant de ce fait les chances que le

⁹⁶¹ Y. LISTOKIN, préc., note 696, p. 25 de la version en ligne.

⁹⁶² En effet, malgré qu'ils soient privés de leur droit de vote, les prêteurs demeurent toujours soumis au risque économique et aux fluctuations liées à la détention de ces titres puisque la propriété des actions n'est transférée à l'emprunteur que temporairement avec l'obligation de rendre des titres de même nature à l'échéance du prêt.

⁹⁶³ Phénomène qui se produit lorsque le droit de vote lié à une action est exercé à plusieurs reprises par plus d'une personne. Par ailleurs, le fait que ce ne sont pas l'ensemble des actionnaires qui exercent leurs droits de vote modifie l'importance du problème. En effet, un investisseur institutionnel ou un courtier pourra multiplier les droits de vote rattachés aux actions qu'il détient sans nécessairement être en situation de survotation. Or, ces deux situations transforment le résultat du vote qui ne reflète plus la volonté des actionnaires dans la proportion de leurs intérêts économiques.

⁹⁶⁴ O.H. DOMBALAGIAN, préc., note 265, 1257.

résultat du vote constitue réellement la meilleure option pour l'ensemble des actionnaires et la société⁹⁶⁵.

2.1.3. L'adoption de mesures ayant un effet négatif sur l'ensemble des actionnaires

Certains ont exprimé de la méfiance face aux interventions menées par les actionnaires institutionnels. Que ce soit par crainte que ces derniers aient ainsi la capacité de retirer des bénéfices privés aux dépens des autres actionnaires, ou parce qu'il est considéré que l'adoption des mesures de surveillance et de contrôle proposées par les investisseurs institutionnels sont susceptibles de mener à une discipline excessive des dirigeants en place et de brimer l'élaboration de nouveaux projets, ou encore, parce que l'on appréhende que ces interventions poussent les dirigeants à adopter des mesures sous-optimales ou inappropriées compte tenu des circonstances, différents motifs ont été évoqués pour étayer les dangers rattachés à un activisme actionnarial plus important.

En effet, malgré ses avantages, l'activisme actionnarial est également perçu comme une possibilité pour les actionnaires opportunistes de mettre de l'avant leurs intérêts par le biais de négociations privées menées auprès des dirigeants⁹⁶⁶ ou des actionnaires importants de la société. Selon les détracteurs de l'activisme actionnarial, l'aversion au risque des dirigeants et administrateurs, qui découle du fait qu'ils ne peuvent diversifier leurs risques, rend les pressions exercées par les actionnaires institutionnels efficaces, leur permettant d'infléchir les choix qui sont faits au sein de la société. En effet, tel que Skeel le soulignait, il n'existe pas de police d'assurance couvrant les dommages à la réputation que peut subir un

⁹⁶⁵ Michael C. SCHOUTEN, "The Mechanisms of Voting Efficiency", [2010] 3 *Columbia Bus. L. Rev.* 763; p. 47 de la version en ligne, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=1658397>>.

⁹⁶⁶ L.A. BEBCHUK, "The Case for Increasing Shareholder Power", préc., note 438, 884; J.N. GORDON, préc., note 283, 375.

dirigeant suivant une dénonciation publique dans les médias⁹⁶⁷. Or, dans le cas où les dirigeants craignent de perdre un salaire important ou une situation enviable, ils peuvent préférer céder aux demandes des actionnaires afin d'éviter ce type de représailles.

Ainsi, cette crainte pourrait notamment faire en sorte que les dirigeants refusent de prendre certaines décisions qui sont susceptibles de déplaire à des actionnaires importants, même si ces décisions pourraient pourtant s'avérer profitables pour la société dans son ensemble. De même, cela pourrait forcer les dirigeants à effectuer un changement ou à poser un geste qui favorise les intérêts de certains actionnaires afin d'éviter la mise en œuvre de mesures de représailles (telles que la prise d'un recours judiciaire ou la convocation des médias)⁹⁶⁸. Par exemple, l'exemple des pressions exercées par les fonds de retraite privés afin d'obtenir des concessions dans le cadre de négociations syndicales est souvent invoqué.

De manière hypothétique, l'exemple récent de la société Maple Leaf peut nous permettre de mieux comprendre ce risque. Bien que l'on ne puisse présumer de l'agenda de l'investisseur institutionnel⁹⁶⁹ qui a notamment poussé la société canadienne Maple Leaf à effectuer différents changements dans sa gouvernance et à créer un comité des relations avec les actionnaires, il ne fait aucun doute que ces mesures ont occasionné des frais importants pour l'ensemble de ses actionnaires⁹⁷⁰. En effet, ces changements avaient été mis en place afin d'éviter la tenue d'une assemblée extraordinaire des actionnaires qui visait à constituer un conseil

⁹⁶⁷ D.A. SKEEL, préc., note 870867, 1833.

⁹⁶⁸ J.N. GORDON, préc., note 283, 381.

⁹⁶⁹ C'est-à-dire West Face Capital, un fonds d'investissement établi à Toronto qui détenait environ 11,4 % des actions en circulation de Maple Leaf.

⁹⁷⁰ Ces diverses mesures avaient été prises afin de répondre à certaines demandes formulées par cet actionnaire activiste qui désirait notamment que la société procède au renouvellement de son conseil d'administration.

d'administration plus indépendant. Si on prétend que cet investisseur institutionnel poursuivait, dans ce cadre, des objectifs cachés qui ne tenaient pas compte des intérêts des autres actionnaires, ce dont on peut douter en l'espèce, on réalise l'impact négatif que peuvent avoir les investisseurs institutionnels sur une société visée et l'ensemble de ses actionnaires.

La recherche de bénéfices de nature privée par les actionnaires peut également rendre la gestion de la société incohérente ou entraîner une dévaluation de la valeur de la société, ce qui représente une forme de coûts d'agence⁹⁷¹. De même, ces négociations peuvent entraîner des retards dans la mise en œuvre des projets de la société si la menace que pose l'issue de ces négociations place les dirigeants dans une position d'incertitude qui est susceptible de les mener vers l'immobilisme. Dans cette éventualité, les délais ainsi occasionnés peuvent être coûteux pour la société qui peut perdre des clients, perdre sa place sur le marché, perdre des profits ou tout simplement une opportunité d'affaires⁹⁷². De même, le temps consacré à ces négociations par les dirigeants constitue un gaspillage de ressources non renouvelables puisque ce temps ne pourra jamais être employé, par exemple, pour développer des projets économiquement avantageux pour l'ensemble de la société.

Malgré tout, si ces risques semblent réels, ils apparaissent néanmoins contrôlés par certains mécanismes qui préservent l'économie canadienne des affres d'un activisme démesuré. Or, quels sont les mécanismes qui permettent de surveiller les interventions des investisseurs institutionnels et de s'assurer qu'un type d'abus n'est pas remplacé par un autre? Existe-t-il des mesures réglementaires visant à contrôler les divergences d'intérêts et

⁹⁷¹ P. ROSE, préc., note 504, p. 27.

⁹⁷² J.N. GORDON, préc., note 283, 380.

les potentiels conflits d'intérêts observés chez les différents investisseurs institutionnels afin de s'assurer du maintien d'un certain équilibre?

2.1.4. Les mécanismes mis en place pour parer à ces risques d'opportunisme

Diverses contraintes internes et externes imposent des limitations aux gestes qui peuvent être posés par les investisseurs institutionnels. Notamment, le droit des sociétés ainsi que le droit des valeurs mobilières s'assurent, dans la mesure du possible, de la préservation de l'objectif commun qui consiste à maximiser la valeur de la société dans l'intérêt de l'ensemble de ses actionnaires.

De ces règles, soulignons celles qui établissent le droit des actionnaires à se prononcer sur des questions qui sont susceptibles d'avoir un impact important sur la société, ainsi que celles qui obligent les investisseurs institutionnels détenant plus de 10 % des actions d'une société ouverte à divulguer ce fait ainsi que leurs intentions à titre d'actionnaires. De plus, l'influence qu'exercent les actionnaires est régie par les règles encadrant leurs échanges, ainsi que celles limitant le type de propositions qu'ils peuvent soumettre à une société afin qu'elles soient diffusées aux autres actionnaires aptes à se prononcer sur ces dernières lors de l'assemblée⁹⁷³. De même, les articles 137 de la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* et 195 de la *Loi sur les sociétés par actions* du Québec énoncent une règle qui permet dans une certaine mesure de s'assurer que les actionnaires qui soumettent une proposition d'actionnaire possèdent un intérêt réel dans la société⁹⁷⁴.

⁹⁷³ P. ROSE, préc., note 504, p. 31.

⁹⁷⁴ J. SARRA, préc., note 277, 70.

Par ailleurs, l'obligation pour les sociétés de divulguer certaines informations ayant trait au résultat du vote des actionnaires lorsqu'elles ne sont pas des sociétés émergentes encourage l'activisme actionnarial tout en s'assurant d'une certaine surveillance de l'exercice des droits des différents actionnaires. En effet, l'article 11.3 du Règlement 51-102 prévoit qu'une société doit déposer, aussitôt après une assemblée des porteurs lors de laquelle une question a été soumise au vote, un rapport donnant une brève description de la question soumise aux actionnaires, du résultat du vote pour chacune de ces questions, de même que le nombre ou le pourcentage des votes exprimés pour ou contre, ainsi que le nombre d'abstentions si le vote a eu lieu au scrutin secret. Cette obligation de divulgation a notamment comme effet d'accroître l'imputabilité des actionnaires ayant exercé leur droit de vote en permettant aux autres actionnaires de connaître leur appui à une décision potentiellement néfaste pour la société⁹⁷⁵.

Des règles propres à certains types d'actionnaires institutionnels viennent, par ailleurs, compléter ce contexte général d'encadrement. Pensons notamment à l'article 2.12 du *Règlement 81-102 sur les organismes de placement collectif* qui prévoit que les OPC peuvent conclure des opérations de prêt d'actions à titre de prêteurs⁹⁷⁶ moyennant une garantie leur permettant de mettre fin à l'opération de prêt en tout temps et de réclamer le retour des actions prêtées dans les délais habituellement prévus pour le règlement des opérations de prêt d'actions sur le marché où ces actions ont été prêtées⁹⁷⁷. Cette disposition permet ainsi à un OPC, qui doit exercer son droit de vote afin de protéger ses intérêts dans le cadre d'une opération ou d'un événement touchant une société dans laquelle il détient des actions

⁹⁷⁵ En effet, un actionnaire qui est susceptible de subir le jugement de ses pairs a plus de chances d'agir correctement.

⁹⁷⁶ Dans ce cadre, l'opération devra être exécutée et coordonnée de la manière prévue aux articles 2.15 et 2.16 du *Règlement 81-102 sur les organismes de placement collectif*, préc., note 176.

⁹⁷⁷ *Règlement 81-102 sur les organismes de placement collectif*, préc., note 176, art. 2.12.

mais qui ont été prêtées, de mettre fin à l'opération de prêt d'actions⁹⁷⁸. Dans ce cadre, l'instruction générale relative au *Règlement 81-106 sur l'information continue des fonds d'investissement* précise d'ailleurs que la société de gestion et le conseiller en valeurs ou le mandataire du fonds d'investissement qui gère un programme de prêt de titres pour le compte de celui-ci doivent surveiller la situation des émetteurs de titres prêtés par le fonds et faire le nécessaire pour que celui-ci puisse exercer les droits de vote au moment venu⁹⁷⁹.

En outre, les fonds institutionnels sont de plus en plus nombreux à se doter de politiques régissant l'exercice du droit de vote rattaché aux titres qu'ils détiennent dans les sociétés ouvertes⁹⁸⁰. D'ailleurs, le *Règlement 81-106 sur l'information continue des fonds d'investissement* en fait même une obligation pour les fonds d'investissement qui sont des émetteurs assujettis⁹⁸¹. L'importance de cette obligation est grande lorsque l'on considère le fait que ces politiques internes sont généralement rendues publiques⁹⁸². En effet, l'obligation pour les fonds communs de placement de

⁹⁷⁸ Il est d'ailleurs du devoir du gestionnaire et du conseiller en valeurs de l'OPC (ou du mandataire de l'OPC qui administre un programme de prêt de titres pour le compte de l'OPC) de surveiller les événements qui se répercutent sur les titres prêtés par l'OPC et de prendre toutes les mesures nécessaires pour s'assurer que l'OPC peut, au besoin, exercer le droit de vote lié aux titres qu'il détient. *Instruction générale relative au Règlement 81-102 sur les organismes de placement collectif*, préc., note 175, art. 3.7 (15).

⁹⁷⁹ En effet, les fonds d'investissement ont parfois besoin d'exercer les droits de vote rattachés aux titres qu'ils détiennent pour protéger leurs intérêts dans le cadre de certaines opérations visant les émetteurs de ces titres ou en raison de la situation de ces derniers. *Instruction générale relative au Règlement 81-106 sur l'information continue des fonds d'investissement*, art. 6.2 (2), en ligne : Autorité des marchés financiers <<http://lautorite.qc.ca/userfiles/File/reglementation/valeurs-mobilieres/Normes/81-106IGfr.pdf>>.

⁹⁸⁰ À titre d'illustration, la Caisse de dépôt et placement du Québec, un des gestionnaires de fonds institutionnels les plus importants au Canada, possède sa propre politique concernant l'exercice des droits de vote lié aux titres détenus dans les différents portefeuilles dont elle a la gestion.

⁹⁸¹ Règlement 81-106, partie 10.

⁹⁸² Notamment, voir la *Loi sur les régimes complémentaires de retraite*, préc., note 143 (Québec) qui impose une divulgation dans la politique de placement des lignes directrices relatives aux votes par procuration ainsi que la partie 10 du règlement 81-106 qui oblige les fonds mutuels canadiens à divulguer leur politique en matière de vote par procuration ainsi que leurs statistiques en lien avec l'exercice de leurs droits de vote.

divulguer ce type d'information permet notamment à leurs bénéficiaires, qui en étant ainsi avisés des différentes stratégies mises en place en lien avec l'exercice du droit de vote par procuration, d'exercer un choix éclairé dans le cadre de leurs placements.

Par ailleurs, la divulgation d'information ayant trait à la manière dont le droit de vote est exercé par un investisseur institutionnel accroît la transparence et l'imputabilité de ce dernier. Une divulgation plus importante est également susceptible de réduire les situations de conflits d'intérêts et d'accroître l'importance de cette nouvelle culture d'intervention chez les OPC⁹⁸³. En effet, la divulgation de ce type d'information peut constituer une manière pour les fonds institutionnels de se distinguer des autres et peut les amener à exercer leurs fonctions avec plus de diligence tout en les incitant à surveiller plus activement les sociétés dont ils détiennent les titres. En ce sens, l'impact des gestes posés par les investisseurs institutionnels sur leur réputation auprès du public investisseur agit également comme un outil de contrôle qui limite les risques d'abus potentiels. Néanmoins, malgré l'utilité de cette information pour les bénéficiaires du fonds et le public en général, l'importance de cette obligation de divulgation doit toutefois demeurer raisonnable. En effet, l'existence de restrictions trop imposantes risquerait d'avoir un impact négatif sur les interventions pouvant être menées par les actionnaires qui désireraient intervenir afin d'améliorer la gouvernance d'une société⁹⁸⁴.

Outre la présence de ces règles, l'influence des actionnaires de contrôle assure une certaine quiétude aux investisseurs individuels qui pourraient regarder avec appréhension les interventions des investisseurs institutionnels⁹⁸⁵. En effet, la présence d'actionnaires importants, qui

⁹⁸³ J. LARSEN, préc., note 342, à la page 206.

⁹⁸⁴ *Id.*, à la page 209.

⁹⁸⁵ Tel que nous l'avons vu, cette protection est toutefois contrebalancée par le risque que les détenteurs de blocs d'actions importants imposent leurs préférences personnelles ou

possèdent fréquemment un intérêt à long terme dans la société, assure une certaine stabilité aux décisions qui sont susceptibles d'influencer l'avenir d'une société, réduisant ainsi la crainte de voir un actionnaire éphémère agir en ne prenant pas en considération les intérêts de l'ensemble des actionnaires d'une société. De ce fait, la présence d'un actionnaire important qui risque d'obtenir l'appui des autres actionnaires dans l'éventualité où un changement projeté est susceptible de nuire aux intérêts de la société et de favoriser les intérêts particuliers d'un actionnaire crée un contexte qui rend improbable l'obtention d'avantages indus par un investisseur institutionnel⁹⁸⁶.

De même, d'autres caractéristiques propres au marché canadien peuvent également affecter le comportement et les choix des investisseurs institutionnels. Pensons, par exemple, à l'influence du marché canadien qui, de par sa taille, exerce une forme de contrôle en faisant en sorte qu'un bloc d'actions d'une société puisse difficilement être vendu sans entraîner la chute de la valeur des titres⁹⁸⁷. Par ailleurs, la nécessité pour les investisseurs de se regrouper et de former des coalitions afin de faire contrepoids aux actionnaires de contrôle limite les chances d'abus puisque ces derniers, qui détiennent des titres dans plusieurs sociétés, doivent préserver leur bonne réputation, particulièrement dans un marché de la taille du marché canadien, afin de faciliter d'autres interventions qui pourraient s'avérer nécessaires⁹⁸⁸. Dans ce cadre, la présence d'organisations d'actionnaires, telles que CCGG, rend ce type d'abus d'autant plus

tentent se servir de leur contrôle de fait ou de droit de la société pour coopter les dirigeants afin d'inciter ces derniers à prendre des décisions dans leurs intérêts plutôt que dans celui de l'ensemble des actionnaires. Or, selon certaines études, ces risques d'expropriation sont plus grands lorsque les actionnaires importants détiennent entre 5 % et 25 % des titres en circulation. Yves BOZEC et Richard BOZEC, "Ownership Concentration and Corporate Governance Practices: Substitution or Expropriation Effects?", (2007) 24 *Can. J. Adm. Sci.* 182, 184.

⁹⁸⁶ L.A. BEBCHUK, "The Case for Increasing Shareholder Power", préc., note 438, 883.

⁹⁸⁷ Cette situation est particulièrement susceptible d'avoir un impact important sur les investisseurs institutionnels qui suivent un indice particulier, puisque cela a pour effet de limiter les investissements possibles dans l'éventualité où ils choisiraient de se départir de leurs titres pour cause de mauvaise gestion par les dirigeants d'une société. J. LARSEN, préc., note 342, à la page 189-190.

⁹⁸⁸ J.N. GORDON, préc., note 283, 385.

improbable qu'elle assure une certaine surveillance des actions menées par les actionnaires institutionnels membres du regroupement.

Soulignons en terminant que les firmes-conseils en matière d'exercice du droit de vote par procuration jouent également un rôle important dans la surveillance et le contrôle du vote. En effet, les actionnaires activistes, qui souhaitent recueillir des procurations lorsqu'ils cherchent à influencer la gouvernance d'une société, prennent généralement en considération la politique préconisée par les firmes-conseils importantes sur ce sujet⁹⁸⁹.

Ainsi, considérant l'ensemble de ces contraintes, il est donc envisageable que l'accroissement du pouvoir d'intervention des actionnaires ne puisse entraîner que des coûts minimes d'opportunisme de la part de ces derniers.

2.2. L'utilité d'un accroissement de l'interventionnisme actionnarial

L'attribution d'un plus grand pouvoir aux actionnaires n'est désirable que s'il permet d'accroître la valeur de la société. La question qui se pose est donc celle de savoir dans quelle mesure les investisseurs institutionnels peuvent contribuer à améliorer la performance des sociétés ou à empêcher la destruction de valeur⁹⁹⁰. Dans ce cadre, si certains soutiennent que l'activisme actionnarial n'a pas d'impact important sur les résultats des sociétés ouvertes, d'autres affirment que plusieurs types d'investisseurs

⁹⁸⁹ Par exemple dans l'affaire CSX, la firme qui conseillait la partie défenderesse dans sa sollicitation de procuration l'avait incité à modifier sa proposition afin de s'assurer le soutien d'une importante firme-conseil (l'Institutional Shareholder Services). *CSX Corporation v. The Children Investment Fund Management (UK) LLP et al.*, 08 Civ. 2764, LEXIS 46039 (S.D.N.Y., 2008).

⁹⁹⁰ En effet, tel que Nicholls le rappelait l'amélioration de la performance de la société et la prévention de la destruction de valeur sont complémentaires et d'égale importance. Christopher C. NICHOLLS, "The Outside Director: Policeman or Policebo?", (2003) 38 *Can. Bus. L.J.* 323, 338-339.

institutionnels peuvent contribuer de manière significative à l'évolution de la gouvernance des sociétés dans leur ensemble.

Afin de tenter de départager les études états-uniennes ayant été réalisées et d'appréhender la réalité canadienne, nous tenterons dans la présente section de cerner quels sont les impacts des interventions des actionnaires sur les coûts d'agence (2.2.1) ainsi que sur les droits de l'ensemble des actionnaires des sociétés visées (2.2.2) dans l'objectif de déterminer dans quelle mesure les règles actuelles établissent un juste équilibre entre l'exercice du pouvoir décisionnel et le pouvoir de surveillance et de contrôle (2.2.3).

2.2.1. L'impact de l'activisme sur la réduction des coûts d'agence

En théorie, l'attribution de pouvoirs d'influence plus importants aux actionnaires peut avoir pour effet de réduire les coûts d'agence découlant des comportements opportunistes des dirigeants et des actionnaires importants. Malgré cela, l'usage de ce pouvoir peut également avoir pour effet d'accroître les coûts d'agence découlant de l'appropriation illégitime de bénéfices privés par les investisseurs institutionnels les plus importants⁹⁹¹. Or, pour évaluer les avantages de l'activisme actionnarial, ces différents coûts doivent être pris en considération et mis en comparaison. De ce fait, il est donc nécessaire de déterminer si l'intensification de la surveillance et du contrôle par un interventionnisme accru de la part des investisseurs institutionnels réduit les comportements opportunistes des dirigeants et des actionnaires majoritaires et si l'amélioration des règles en matière de gouvernance d'entreprise affecte la performance économique des sociétés.

⁹⁹¹ Les investisseurs institutionnels peuvent, tel que nous l'avons exposé dans les sections 2.1.1 et 2.1.2 du présent chapitre, favoriser des décisions ayant un impact à court terme ou encore avoir recours à différents instruments financiers afin d'influencer le vote et de favoriser leur intérêt particulier au détriment de l'ensemble des actionnaires.

Dans ce cadre, rappelons tout d'abord que la théorie de l'efficience des marchés suggère que les investisseurs sont en mesure d'apprécier l'impact des risques que pose l'opportunisme des dirigeants et des actionnaires dominants et qu'en ce sens, l'ensemble de l'information disponible en lien avec une société se reflète dans la valeur de ses titres. En conformité avec ces idées, une société qui choisit de ne pas tenir compte des droits de ses actionnaires ou qui adopte des règles de gouvernance qui affectent négativement les intérêts de ces derniers, doit, en théorie, connaître une baisse de la valeur de ses titres.

Ainsi, dans l'éventualité où l'ensemble de l'information disponible se reflète dans la valeur des titres, on peut penser que même si l'adoption de pratiques de gouvernance favorables aux droits des actionnaires entraîne des coûts élevés pour la société, l'augmentation de la valeur des actions⁹⁹² sera supérieure à ces coûts. Partant, puisque les investisseurs institutionnels souhaitent obtenir le meilleur rendement possible sur le capital qu'ils ont investi⁹⁹³, il est logique qu'ils exercent certaines pressions sur les dirigeants afin que ces derniers adoptent et maintiennent des règles assurant une saine gouvernance de la société dans l'optique d'éviter toute pénalité du marché se concrétisant par une perte de valeur des titres.

Or, même s'il est généralement admis qu'il existe un lien entre la bonne gouvernance des sociétés et la prospérité de ces dernières, les nombreuses études qui ont tenté d'évaluer l'impact des interventions des actionnaires sur la valeur des titres des sociétés ciblées ont recueilli des résultats variables, souvent non significatifs et même, légèrement négatifs⁹⁹⁴. En effet, un certain nombre d'études états-uniennes ont fait valoir que les sociétés qui

⁹⁹² De par la diminution des coûts d'agence et de l'extraction de bénéfices privés par les dirigeants et les actionnaires dominants. L.A. BEBCHUK, "The Case for Increasing Shareholder Power", préc., note 438, 836.

⁹⁹³ Afin d'être compétitifs et de conserver leurs bénéficiaires et d'en recruter de nouveaux.

⁹⁹⁴ S.L. GILLAN et L.T. STARKS, préc., note 809 et R. ROMANO, préc., note 904.

adoptent les changements demandés par les activistes institutionnels en réponse à des négociations privées ou à la suite de l'obtention d'un appui important pour une proposition présentant le changement demandé au vote de l'ensemble des actionnaires n'observent pas nécessairement de hausse significative de la valeur de leurs titres à court terme⁹⁹⁵.

Notamment, une recension de la littérature⁹⁹⁶ menée en 2001 par le professeur Karpoff a conclu, après l'analyse des résultats d'une vingtaine d'études ayant porté sur l'incidence de différents types d'activisme actionnarial⁹⁹⁷, que la plupart de ces études en arrivaient à la conclusion que les actions menées par les investisseurs institutionnels aux États-Unis avaient un impact négligeable sur la valeur des titres en circulation de la société⁹⁹⁸ visée ou sur les profits effectués par cette dernière⁹⁹⁹, et dans le meilleur des cas, des conséquences modestement positives à court terme¹⁰⁰⁰. Par ailleurs, selon plusieurs de ces études, l'annonce d'une

⁹⁹⁵ J.M. KARPOFF, préc., note 114, p. 15; D. YERMACK, préc., note 265, p. 22-23 de la version en ligne; S.L. GILLAN et L.T. STARKS, préc., note 809, 65.

⁹⁹⁶ Cette étude s'appuie sur 20 études états-uniennes menées entre 1994 et 2000 ayant obtenu des conclusions variables, et parfois opposées, en lien avec les conséquences de l'activisme actionnarial sur la valeur des sociétés ciblées, leurs opérations et leur structure de gouvernance. Sur ce nombre, 12 études différentes ont examiné l'impact de l'annonce d'une intervention sur la valeur des titres sur une période variant de 2 à 31 jours.

⁹⁹⁷ Karpoff a essentiellement retenu deux formes d'activisme pour ses fins : les propositions soumises par les actionnaires et les négociations privées menées auprès des dirigeants des sociétés.

⁹⁹⁸ Notamment, la plupart des neuf études ayant examiné l'impact à court terme des interventions sur la valeur des titres après l'annonce publique de l'information en lien avec une proposition d'actionnaire ont conclu qu'il n'y avait pas de rendement anormal sur les titres des sociétés cibles.

⁹⁹⁹ Selon Karpoff, les divergences observées dans les conclusions des différentes études proviennent des différents événements considérés par ces dernières (période de temps couverte, taille de l'échantillon et type d'événements examiné), de l'absence de distinction sur l'investisseur étant à l'origine de l'intervention (fonds public, privé. Individu, etc.) et des critères retenus pour qualifier les résultats de l'intervention de succès ou d'échec (augmentation du prix des titres en circulation, changements apportés aux opérations ou dans la direction de la société visée, demande mise en œuvre par la société, appui important accordé à la proposition soumise par l'actionnaire, etc.).

¹⁰⁰⁰ J.M. KARPOFF, préc., note 114, p. 15. Soulignons que les études ayant tenté de déterminer l'effet à long-terme de l'activisme des actionnaires n'ont pas obtenu de résultats plus concluant. S.L. GILLAN et L.T. STARKS, préc., note 809, 67.

entente négociée (n'ayant pas nécessité de proposition d'actionnaires) avait généralement un impact positif sur le prix des titres de la société visée¹⁰⁰¹.

Ces conclusions, auxquelles en arrivait le professeur Karpoff il y a maintenant dix ans, méritent toutefois d'être nuancées. Comme l'affirme Karpoff lui-même, les résultats de son analyse suggèrent que l'impact de l'activisme actionnarial a possiblement évolué au fil du temps et que son influence est susceptible de varier selon l'objet de la démarche effectuée ou de l'identité de l'investisseur qui en est à l'origine¹⁰⁰². Par ailleurs, Karpoff suggère que l'incapacité des auteurs ayant fait l'objet de son étude à cerner les conséquences réelles de l'activisme actionnarial découle du secret qui entoure la plupart des interventions, et de ce fait, de la difficulté pour ces derniers à déterminer la période exacte sur laquelle ces impacts se font ressentir sur les marchés¹⁰⁰³. De plus, la complexité à établir une corrélation entre l'intervention menée, le changement subséquent dans la gouvernance de la société visée et l'amélioration éventuelle de la performance de cette dernière¹⁰⁰⁴ a, selon Karpoff, également contribué à cette difficulté à évaluer les changements dans la richesse des sociétés.

Dans le cas des propositions effectuées par les actionnaires, les problèmes auxquels doivent faire face les auteurs des différentes études menées relèvent plus spécifiquement de la difficulté à déterminer à quel moment les actionnaires ont reçu l'information relative à la proposition pour déterminer l'effet à court terme sur le prix des actions. À ceci, on doit par ailleurs ajouter la difficulté pour les auteurs à séparer les bienfaits découlant de la proposition elle-même de ceux découlant des autres éléments contenus

¹⁰⁰¹ En effet, cinq études ont fait état de conséquences positives sur la valeur des titres des sociétés lorsque les interventions étaient menées sous la forme de négociations. J.M. KARPOFF, préc., note 114, p. 13.

¹⁰⁰² J.M. KARPOFF, préc., note 114, p. 15.

¹⁰⁰³ S.L. GILLAN et L.T. STARKS, préc., note 809; p. 16 et 17 de la version en ligne.

¹⁰⁰⁴ L'existence de ce lien causal est d'autant plus difficile à établir lorsque l'on souhaite évaluer l'impact à long terme d'une intervention menée par un actionnaire activiste.

dans la circulaire de la direction¹⁰⁰⁵. En outre, dans l'éventualité où une société reçoit plus d'une proposition, il peut également être difficile, voire impossible, de départager les effets de chacune d'entre elles.

D'autres études, qui se sont attachées à certains types spécifiques de coûts d'agence, ont fait état du lien existant entre une participation institutionnelle importante au sein d'une société et les effets positifs de cette participation sur la valeur des titres de ces sociétés ainsi que sur leur performance¹⁰⁰⁶. Notamment, des études ont suggéré que la présence d'investisseurs institutionnels contribue à diminuer l'importance des coûts d'agence liés à la rémunération excessive qui est attribuée aux dirigeants¹⁰⁰⁷. Ce contrôle est, selon certains auteurs, rendu possible de par l'importance économique des investisseurs institutionnels au sein des sociétés qui leur permettent d'exercer une meilleure surveillance des dirigeants et d'influencer le processus décisionnel¹⁰⁰⁸.

Plus spécifiquement, une étude canadienne menée de 1995 à 2002 sur 300 sociétés canadiennes faisant partie de l'indice composé de la Bourse de Toronto (TSX300) a démontré un lien entre la croissance de l'activisme des investisseurs institutionnels et la rémunération des dirigeants des grandes sociétés canadiennes, un élément central de la gouvernance des sociétés au Canada. Observant une forte croissance de l'activisme institutionnel au Canada entre 1996 et 2002, et une augmentation de la rémunération totale des dirigeants canadiens, les auteurs Chowdbury et Wang¹⁰⁰⁹ ont émis

¹⁰⁰⁵ R.S. THOMAS et J.F. COTTER, préc., note 356, 386.

¹⁰⁰⁶ Raihan KHAN, Ravi DHARWADKAR et Pamela BRANDES, "Institutional Ownership and CEO Compensation: A Longitudinal examination", (2005) 58 *Journal of Business Research* 1078; J.G. MacINTOSH, préc., note 6, 379; Karen H. WRUCK, "Equity Ownership Concentration and Firm Value: Evidence from Private Equity Financings", (1989) 23 *J. Fin. Econ.* 3; John J. McCONNELL et Henri SERVAES, "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value", (1990) 27 *J. Fin. Econ.* 595.

¹⁰⁰⁷ S.D. CHOWDHURY et E.Z. WANG, préc., note 134, 9.

¹⁰⁰⁸ *Id.*

¹⁰⁰⁹ *Id.*, 21.

l'hypothèse que l'influence des investisseurs institutionnels en ce qui a trait à la rémunération des dirigeants se manifeste par la croissance de la partie conditionnelle ou variable du salaire de ceux-ci de façon à favoriser la croissance à long terme de la valeur de la société.

En effet, tel que le soulignent ces auteurs durant cette période, la proportion de la partie conditionnelle de la rémunération des dirigeants s'est accrue, tout comme l'importance du nombre d'interventions des actionnaires institutionnels. Si la volonté des investisseurs institutionnels est que la rémunération des dirigeants soit établie en lien avec la performance des sociétés, c'est l'augmentation ou la diminution de la partie variable de leur salaire qui reflète ce souhait. Dans ce contexte, la corrélation observée entre la croissance de la partie contingente de la rémunération versée aux dirigeants et la croissance du nombre d'interventions menées par le biais du mécanisme des propositions d'actionnaires et de la sollicitation de procuration (donc l'activisme pouvant être observé) a notamment permis de confirmer l'existence d'un lien entre ces deux phénomènes¹⁰¹⁰.

Si la justification ayant permis à ces auteurs d'en arriver à cette conclusion est contestable, cette dernière en arrive néanmoins à des résultats similaires à ceux ayant été obtenus dans le cadre d'une étude menée par les auteurs David, Kochhar et Levitas¹⁰¹¹ qui avait fait valoir que les investisseurs institutionnels les moins affectés par les pressions que peuvent exercer des dirigeants¹⁰¹², ainsi que ceux qui maintiennent une bonne relation avec ces derniers, sont à même de diminuer la rémunération attribuée aux dirigeants

¹⁰¹⁰ *Id.*, 29.

¹⁰¹¹ Parthiban DAVID, Rahul KOCHHAR et Edward LEVITAS, "The Effect of Institutional Investors on the Level and Mix of CEO Compensation", (1998) 41 *Academy of Management Journal* 200.

¹⁰¹² Voir la section 1.2.1.4 de la première partie. En effet, tel que nous l'avons mentionné précédemment, certains actionnaires institutionnels sont plus sensibles aux situations de conflits d'intérêts puisque le risque de subir des conséquences économiques s'ils interviennent sont plus importants (ex. : influence sur la capacité à amasser des fonds, à recruter de nouveaux bénéficiaires, perte de la relation d'affaires avec la société visée ou encore perte d'éventuels contrats avec des sociétés liées.

et d'accroître la proportion d'incitatifs à long terme composant leur rémunération globale. De même, une étude menée en 2005 par le professeur Khan¹⁰¹³ a également établi que l'importance de la participation des investisseurs institutionnels au sein des sociétés était associée à l'attribution d'une rémunération moins importante aux dirigeants¹⁰¹⁴ suggérant ainsi que les investisseurs institutionnels peuvent surveiller les dirigeants en place et exercer une influence sur leur salaire¹⁰¹⁵.

Plus récemment, les interventions menées par les fonds de couverture ainsi que les gains découlant des mesures qu'ils préconisent afin de faire avancer leurs intérêts ainsi que les intérêts de l'ensemble des actionnaires ont permis aux auteurs d'avoir une nouvelle perspective sur les effets de l'activisme actionnarial. En effet, des études récentes ont souligné le fait que les conséquences des interventions menées par les fonds de couverture sont plus faciles à évaluer que les formes précédentes d'activisme auxquelles les autres investisseurs institutionnels avaient recours¹⁰¹⁶. Dans ce contexte, plusieurs études ont souligné les effets bénéfiques sur la valeur à court terme des titres qu'entraînent les diverses interventions¹⁰¹⁷.

De manière plus spécifique, on peut souligner l'étude menée par les professeurs Klein et Zur, qui à la suite de l'examen de 151 interventions agressives, c'est-à-dire des interventions menées dans l'objectif d'effectuer des changements dans le fonctionnement de la société ciblée, prises à

¹⁰¹³ R. KHAN, R. DHARWADKAR et P. BRANDES, préc., note 1006.

¹⁰¹⁴ De même qu'à un ratio salaire/rémunération total plus important et à un ratio moins important d'option d'achat sur la rémunération totale versée.

¹⁰¹⁵ S.D. CHOWDHURY et E.Z. WANG, préc., note 134, 9.

¹⁰¹⁶ Notamment parce que les interventions qu'ils mènent sont souvent plus visibles. Notamment, aux États-Unis, ils ont recours plus fréquemment à la sollicitation de procuration, aux tribunaux ou aux prises de contrôle pour atteindre leurs fins. S.L. GILLAN et L.T. STARKS, préc., note 809.

¹⁰¹⁷ A. KLEIN et E. ZUR, préc., note 787; A. BRAV, W. JIANG, H. KIM, préc., note 785; Alon BRAV, Wei JIANG, Randall THOMAS et Frank PARTNOY, "Hedge Funds Activism, Corporate Governance, and Firm Performance", (2008) 63 *J. Fin.* 1729, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=948907>>; Groupe de travail pour la modernisation de la réglementation des valeurs mobilières au Canada, préc., note 171, à la page 131.

l'initiative de fonds de couverture entre 2003 et 2005, et l'étude de 154 interventions activistes menées par des individus, des fonds de capital d'investissement privé, des sociétés financières d'innovation (*venture capital firms*) et de gestionnaires de portefeuille, en sont venus à la conclusion que, de manière générale, le marché perçoit positivement l'annonce d'une mesure interventionniste menée par ces derniers¹⁰¹⁸. Expliquant les résultats obtenus dans le cadre de leur enquête en comparaison avec les résultats exprimés dans les études recensées par Karpoff, les professeurs Klein et Zur suggèrent que cette différence découle notamment du fait qu'ils ont examiné les cas d'activisme confrontationnel alors que les études recensées par Karpoff analysaient essentiellement des cas d'activisme non confrontationnel¹⁰¹⁹. Néanmoins, soulignons que, malgré ces résultats positifs dans une perspective à court terme, ces auteurs n'ont toutefois pas conclu qu'une profitabilité à long terme découlait de ces interventions.

Confirmant cette conclusion, la récente étude menée par le professeur Bratton sur un échantillon de 114 fonds de couverture qui avaient effectué des interventions auprès de diverses sociétés entre 2002 et 2006 a également conclu à une absence de différence à long terme dans la valeur des sociétés ciblées par une intervention¹⁰²⁰. Ces résultats, qui peuvent s'expliquer de différentes façons, dont par les crises économiques qui ont affecté les marchés financiers de manière importante à deux reprises durant les années 2000¹⁰²¹, font toutefois naître un doute sur la capacité des

¹⁰¹⁸ A. KLEIN et E. ZUR, préc., note 787, p. 2 et 27. Ceci est en accord avec une autre étude menée en 2006. A. BRAV, W. JIANG, R. THOMAS et F. PARTNOY, préc., note 1017.

¹⁰¹⁹ A. KLEIN et E. ZUR, préc., note 787, p. 28. Cette hypothèse semble d'ailleurs être confirmée par une étude menée par le professeur Christopher Clifford. Christopher P. CLIFFORD, "Value Creation or Destruction? Hedge Funds as Shareholder Activists", (2008) 14 *Journal of Corporate Finance* 323, p. 5 de la version en ligne, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=971018>>.

¹⁰²⁰ L'étude de l'impact de ces interventions s'est effectuée sur une période ayant pris fin le 30 juin 2009. William W. BRATTON, "Hedge Funds and Governance Targets: Long Term-Results", septembre 2010, University of Pennsylvania Institute for Law & Economics Research Paper No. 10-17, en ligne : SSRN <<http://ssrn.com/abstract=1677517>>.

¹⁰²¹ Cette hypothèse trouve un certain appui dans l'étude menée par Boyson et Mooradian qui a conclu en faisant un suivi jusqu'en août 2008 de l'évolution des sociétés ciblées par

actionnaires à mener des interventions profitables à long terme dans les affaires des sociétés.

Néanmoins, on peut douter que des répercussions à long terme sur la valeur des titres d'une société soient nécessaires pour qu'une intervention soit bénéfique pour l'ensemble des actionnaires¹⁰²². Une étude de Nicole Boyson et Robert Mooradian, qui portait sur l'évolution de la valeur des titres de sociétés visées par des interventions activistes menées par des fonds de couverture ainsi que sur le fonctionnement interne de sociétés subséquemment à ces démarches semblent d'ailleurs appuyer cette assertion. En effet, une analyse de 272 interventions s'étant déroulées entre 1994 et 2008, leur a dans un premier temps permis d'établir que les fonds de couverture, qui menaient des interventions de moindre intensité¹⁰²³, possédaient les connaissances qui leur permettaient de sélectionner judicieusement les sociétés qui étaient bien gérées, mais dont les titres ne reflétaient pas la qualité de cette gestion. Dans ces cas spécifiques, les auteurs ont établi que les interventions avaient eu des répercussions à court terme et généralement pas de conséquence à long terme. Dans un deuxième temps, Boyson et Mooradian, suggérant que ces fonds de couverture avaient également la capacité de mener des interventions majeures lorsque cela s'avérait nécessaire afin de remédier à un cas de mauvaise gestion au sein d'une société, ont fait état du fait que les

des interventions « intenses » de la part de fonds de couverture entre 1994 et 2005, soit en mettant un terme à l'étude avant la débâcle qu'ont connu les marchés à l'automne 2008, que ces sociétés ont profité des répercussions de ces interventions sur une période à long terme. N.M. BOYSON et R.M. MOORADIAN, préc., note 784.

¹⁰²² *Id.*

¹⁰²³ Les critères définissant l'intensité d'une intervention sont au nombre de deux : (1) le fonds de couverture doit faire l'acquisition d'une portion des titres de la société ciblée en ayant recours à une méthode autre que l'achat sur les marchés secondaires et (2) il doit énoncer un objectif particulier dans sa déclaration initiale ou encore faire l'acquisition d'au moins deux types différents de titres de la société ciblée. En comparaison, les interventions majeures (ou plus intenses) impliquaient une participation plus importante, une détention des titres sur une plus longue période et une implication plus importante au sein de la société. *Id.*, p. 3 et 9.

répercussions s'étaient fait ressentir à plus long terme¹⁰²⁴. Selon ces auteurs, dans les deux cas toutefois, ces interventions pouvaient être considérées comme étant bénéfiques pour la société visée, ainsi que pour ses actionnaires¹⁰²⁵.

En terminant, soulignons que bien qu'aucune des études recensées n'ait porté une attention particulière à l'influence des investisseurs institutionnels sur la diminution de l'extraction de bénéfices privés lorsqu'une société possède une structure d'actionnariat concentrée, il est néanmoins possible de tirer certaines conclusions de ces dernières. Tout d'abord, selon diverses analyses, les investisseurs institutionnels détiennent environ les deux tiers de la valeur des échanges s'effectuant sur la Bourse de Toronto et le rôle de ces investisseurs en lien avec la gouvernance des sociétés canadiennes les plus importantes est de plus en plus significatif¹⁰²⁶.

Par ailleurs, l'extraction de bénéfices privés par les actionnaires dominants est notamment rendue possible par leur capacité à influencer les dirigeants qui favorisent des décisions qui sont dans leurs intérêts plutôt que dans celui de l'ensemble des actionnaires¹⁰²⁷. À la lumière des études dont nous venons de faire état, nous croyons que tout comme aux États-Unis, d'où originent la plupart des études mentionnées plus tôt, les investisseurs utilisent également leur pouvoir afin d'influencer les dirigeants et de les

¹⁰²⁴ Selon cette études, les effets bénéfiques sur la performance étaient visibles trois ans après l'intervention majeure. Par ailleurs, dans ce type d'intervention les fonds de couverture ont eu tendance à demeurer actionnaire de la société ciblée sur une plus longue période.

¹⁰²⁵ En effet, selon ces auteurs, dans l'année suivant l'intervention, on a pu observer une baisse de l'état des flux de trésorerie (*cash position*), une croissance des ventes, de même qu'une croissance des leviers financiers de la société (donc une meilleure utilisation des ressources de la société ayant fait l'objet de l'intervention).

¹⁰²⁶ S.D. CHOWDHURY et E.Z. WANG, préc., note 134, 7.

¹⁰²⁷ En effet, tel que nous l'avons vu, le fait que les droits de vote soient concentrés entre les mains d'un ou de quelques actionnaires accroît leur capacité à influencer le pouvoir décisionnel puisque cela leur permet de nommer la majorité des administrateurs, de dominer les assemblées d'actionnaires et ainsi d'exercer une forte influence sur l'ensemble des décisions prises au sein de la société. R.J. DANIELS et P. HALPERN, préc., note 195.

pousser à adopter de meilleures pratiques de gouvernance, mais cela, avec une nuance. En effet, aux différents motifs poussant les investisseurs institutionnels à intervenir, lorsque le marché est concentré, on doit ajouter le mécontentement face au pouvoir d'influence des actionnaires de contrôle et à leur pouvoir d'extraire certains bénéfices privés.

De ce fait, nous croyons que, tout comme aux États-Unis, la présence des investisseurs institutionnels canadiens contribue à maximiser la valeur des sociétés ouvertes dans l'intérêt de l'ensemble des actionnaires même dans un contexte où l'actionnariat est principalement concentré. Par ailleurs, malgré les incertitudes qui persistent en ce qui a trait à l'impact économique des diverses interventions, nous croyons, comme de nombreux auteurs, que ces interventions possèdent d'autres vertus qui ne peuvent être négligées, et cela, particulièrement dans le contexte canadien¹⁰²⁸.

2.2.2. L'impact de l'activisme actionnarial sur la protection des droits des actionnaires

Outre les répercussions économiques sur la valeur des titres des sociétés ciblées, les effets positifs de l'activisme des investisseurs institutionnels peuvent se manifester sous la forme de changements dans la gouvernance des sociétés, par l'influence qu'il est susceptible d'avoir sur les choix et le comportement des dirigeants et des actionnaires dominants, ainsi que par l'évolution des règles générales de gouvernance et l'amélioration des droits des actionnaires minoritaires. En effet, dans un contexte où l'actionnariat est concentré, les investisseurs institutionnels sont moins susceptibles de céder aux pressions des actionnaires de contrôle et en ce sens peuvent plus aisément intervenir afin de protéger les intérêts des actionnaires minoritaires contre certaines formes d'abus. Or, tel qu'en font état les exemples qui

¹⁰²⁸ J. KARPOFF, préc., note 114, p. 4.

suivent, les sujets qui font l'objet d'interventions de la part des investisseurs institutionnels sont souvent étroitement liés aux cas où il y a une possibilité d'extraction de bénéfices privés par les dirigeants ou les actionnaires dominants de la société, ce qui participe effectivement à la protection des droits des actionnaires minoritaires.

Le cas de la rémunération globale accordée aux dirigeants nous fournit une illustration intéressante du rôle que peuvent assumer les investisseurs institutionnels. Si dans une société où l'actionnariat est dispersé, l'attribution d'une rémunération en partie composée d'option d'achat d'actions de la société permet d'aligner les intérêts des dirigeants avec les intérêts des employés, il en va autrement dans le cas où l'actionnariat est concentré puisque dans ce cas la présence d'un actionnaire dominant pourra être suffisante pour les inciter à agir dans l'intérêt des actionnaires. Or, la présence d'un actionnaire dominant donne ouverture à des cas d'opportunisme, et cela, particulièrement lorsque ce dernier est membre de la haute direction puisque, dans ce cas, sa position peut l'inciter à exercer des pressions sur les administrateurs afin d'extraire des bénéfices privés sous la forme d'une rémunération exorbitante¹⁰²⁹.

Diverses interventions ont été menées par les investisseurs institutionnels en lien avec ce risque d'opportunisme. Notamment, les investisseurs institutionnels se sont adressés aux médias, ont mené des campagnes visant à inciter les actionnaires à s'abstenir de voter dans le cadre de l'élection des administrateurs¹⁰³⁰ et ont soumis des propositions d'actionnaires afin de promouvoir l'idée de permettre aux actionnaires de se prononcer sur le salaire des dirigeants (*say on pay*). Si toutes ces

¹⁰²⁹ Ce fut notamment le cas de l'actionnaire principal de la société Magna, M. Stronach, qui recevait une rémunération globale qui le plaçait dans les dirigeants les mieux payés au Canada.

¹⁰³⁰ Ce fut notamment le cas en 2003, où le gestionnaire Jarislowsky a tenté ce type de démarche contre les administrateurs de la société Magna.

démarches n'ont pas été couronnées de succès, on peut croire que certains cas d'abus ont été évités grâce à elles. Par ailleurs, il faut souligner qu'à la suite du vote des actionnaires sur certaines propositions suggérant l'adoption du *say on pay* plusieurs conseils d'administration ont décidé de mettre en place cette mesure¹⁰³¹.

De même, les pressions exercées par différents investisseurs institutionnels afin que les sociétés adoptent des politiques obligeant les administrateurs à obtenir une majorité d'appuis afin d'être élus ont reçu une oreille attentive de la part des sociétés canadiennes avec pour résultat qu'en 2010, 57 % des sociétés faisant partie de l'indice composé du S&P/TSX avaient adopté volontairement une règle de cette nature¹⁰³². Bien qu'ayant actuellement peu de conséquences, cette règle permet possiblement aux actionnaires d'exercer une influence plus importante sur les administrateurs afin de les inciter à veiller sur leurs intérêts.

De ce fait, on peut croire que lorsque les idées mises de l'avant par les actionnaires activistes trouvent écho dans la réalité d'une société, l'exercice de pression publique est susceptible d'entraîner les dirigeants de cette dernière à effectuer une réflexion sur le sujet et possiblement à adopter des changements jugés nécessaires dans leurs règles de gouvernance

¹⁰³¹ Selon des statistiques récentes, de nombreuses sociétés ont volontairement accepté de soumettre la rémunération de leurs dirigeants à un vote consultatif de leurs actionnaires. Notamment, au mois de mai 2011, plus de 80 (soit 19 % des sociétés de l'indice composé du S&P/TSX) émetteurs avaient adopté une politique visant à permettre le vote des actionnaires sur la rémunération des dirigeants. CANADIAN COALITION FOR GOOD GOVERNANCE, *Shareholder Democracy Study*, juin 2011, p. 9, en ligne : CCGG <http://www.ccg.ca/site/ccgg/assets/pdf/Shareholder_Democracy_Study_June_2011.pdf>; R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 20, p. 526.

¹⁰³² CANADIAN COALITION FOR GOOD GOVERNANCE, *Shareholder Democracy Study*, juin 2011, p. 13, en ligne : CCGG <http://www.ccg.ca/site/ccgg/assets/pdf/Shareholder_Democracy_Study_June_2011.pdf>; Barbara SHECTER, "Large Pensions Engage in Rare Fight over Board Vote", *Financial Post*, 27 avril 2011, en ligne : [Financial Post <http://business.financialpost.com/2011/04/27/pensions-take-on-board-at-annual-meeting/>](http://business.financialpost.com/2011/04/27/pensions-take-on-board-at-annual-meeting/).

favorisant ainsi l'intérêt de l'ensemble des actionnaires de la société¹⁰³³. La soumission de propositions d'actionnaires puis leur retrait avant d'être soumises au vote des actionnaires suivant des négociations menées entre les protagonistes et les dirigeants de la société ciblée constituent possiblement une bonne illustration de cette façon de faire.

Par ailleurs, certains considèrent que l'activisme actionnarial a également des répercussions qui dépassent les limites de la société visée, qu'il peut, dans certaines circonstances, avoir un impact global sur l'ensemble des sociétés¹⁰³⁴. Cette hypothèse prend notamment appui dans les affirmations des investisseurs institutionnels qui prétendent que leurs actions ne visent pas seulement à accroître la valeur des titres détenus dans une seule société, mais qu'elles visent également à lancer un message à l'ensemble des sociétés en énonçant des pratiques de gouvernance recommandées¹⁰³⁵.

Cette idée n'est d'ailleurs pas dénuée de sens. En effet, dans certains cas, la publicité entourant les différentes interventions menées par des actionnaires activistes est susceptible de donner l'exemple à suivre aux dirigeants de sociétés qui souhaitent éviter une prise d'action similaire¹⁰³⁶. Par exemple, ce sera généralement l'effet qu'aura une décision judiciaire puisqu'on peut croire que les décisions rendues par les tribunaux précisent et confirment les normes de conduite auxquelles sont assujettis les

¹⁰³³ T.W. BRIGGS, préc., note 793, 722; Martin LIPTON et Steven A. ROSENBLUM, "Election Contests In the Company's Proxy: An Idea Whose Time Has Not Come", (2003-2004) 59 *Bus. Law.* 67, 92.

¹⁰³⁴ J.M. KARPOFF, préc., note 114, p. 31.

¹⁰³⁵ Ce qui permet aux investisseurs institutionnels d'accroître la valeur de leur portefeuille dans son ensemble et conséquemment de maximiser les bénéfices découlant d'une intervention. D. YERMACK, préc., note 265, p. 21 de la version en ligne.

¹⁰³⁶ Cette réalité semble également vraisemblable dans les cas où les interventions menées sont plus discrètes considérant la taille des marchés canadiens et la rapidité avec laquelle une rumeur peut se propager dans un milieu d'affaires où les acteurs maintiennent des relations étroites. En effet, tel que Thomas Briggs le rappelait dans un texte récent : « It is not only the actual battles you fights that count. Real battles cost casualties and money. Battles that the other side can be made to think you are ready to fight matter just as much. » T.W. BRIGGS, préc., note 793, 709.

dirigeants et administrateurs des sociétés dans le cadre de leur gestion et les incitent à s'y conformer¹⁰³⁷ afin de réduire des contestations futures¹⁰³⁸.

De plus, le regroupement des efforts des investisseurs institutionnels peut favoriser la création d'un environnement réglementaire et législatif favorable à l'exercice des droits et responsabilités des actionnaires¹⁰³⁹. En effet, de par leur importance dans l'économie canadienne, les investisseurs institutionnels ont un poids considérable qui leur permet d'influencer l'État et le législateur lorsque vient le temps de mettre en place de nouvelles règles. À titre d'illustration de l'impact des pressions effectuées par les investisseurs institutionnels, soulignons les changements apportés à la *Loi fédérale sur les sociétés par actions* en 2001 en ce qui a trait à l'exercice du vote par procuration et à la communication entre actionnaires. De même, on peut également penser aux pressions qu'ont effectuées plusieurs actionnaires institutionnels en lien avec l'adoption de règles imposant un vote lors de transactions ayant un effet de dilution de la participation. En effet, à la suite du refus des tribunaux d'imposer un vote des actionnaires dans le cas de la fusion de Goldcorp et Glamis Gold en 2006, plusieurs actionnaires ont milité pour l'adoption de règles sur cette question¹⁰⁴⁰. Or, dans un contexte où l'on

¹⁰³⁷ R. CRÊTE, préc., note 314, 239 et R. CRÊTE, préc., note 672, 424.

¹⁰³⁸ R. CRÊTE, préc., note 672, 425. De la même manière, Roberta ROMANO indiquait que : « One potential social benefit from a shareholder suit that is ancillary to its role as a governance device has not been discussed : legal rule are public goods. All firms benefit from a judicial decision clarifying the scope of permissible conduct. The benefit of clarification is not simply deterrence of future managerial misconduct, but rather, given the contractual setting of the corporation, identification of a rule around which the parties (managers and shareholders) can transact). » R. ROMANO, préc., note 465, 85.

¹⁰³⁹ Notamment, le CCGG a émis des lignes directrices énonçant les bonnes pratiques en matière de gouvernance afin de faire évoluer les pratiques des sociétés plus rapidement que la législation les encadrant. Canadian Coalition for Good Governance, Brief to Standing Committee on Industry, Science and Technology Re: Five Year Review of CBCA, février 2010, p. 1, en ligne : CCGG <http://www.ccg.ca/site/ccgg/assets/pdf/Brief_to_Standing_Committee.pdf>. Cette influence sur le cadre réglementaire a d'ailleurs été reconnu en lien avec l'élaboration des règles applicables aux prises de contrôle en Angleterre. Voir John ARMOUR et David A. SKEEL, "Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why? – The peculiar Divergence of U.S. and U.K. Takeover Regulation", (2007) 95 *Geo. L. J.* 1727, 1771.

¹⁰⁴⁰ Ce qui s'est concrétisé en 2009, à la suite de la décision de l'Ontario Securities Commission dans l'affaire Hudbay Minerals, par l'adoption par la Bourse de Toronto de

reproche au droit corporatif canadien de ne pas s'adapter assez rapidement aux différentes modifications que subissent les sociétés ouvertes et les marchés de valeurs¹⁰⁴¹, cette force de changement ne peut être négligée¹⁰⁴².

Selon Armour et Skeel, deux choses peuvent expliquer pourquoi il peut être plus intéressant pour les investisseurs institutionnels de tenter d'influencer les législateurs et autres organismes d'autoréglementation plutôt que d'organiser des interventions auprès des dirigeants d'une société particulière afin d'améliorer ses pratiques de gouvernance. Tout d'abord, alors que la vente des titres détenus dans une société peut constituer une solution rationnelle lorsque les dirigeants ou les actionnaires dominants adoptent un comportement opportuniste, ceci n'est pas possible lorsque le problème découle d'une règle applicable à l'ensemble du marché. Par ailleurs, puisque les investisseurs institutionnels ne peuvent liquider l'ensemble de leur portefeuille en cas d'insatisfaction, ces derniers reconnaissent que s'ils ne s'impliquent pas afin de faire évoluer les règles, que les autres le feront possiblement dans un sens qui ne sera pas nécessairement dans leur meilleur intérêt¹⁰⁴³.

Ainsi, les différentes formes d'activisme auxquels ont recours les actionnaires permettent notamment à de nouvelles normes de gouvernance d'émerger sur le territoire canadien¹⁰⁴⁴, ce qui a pour effet d'augmenter le contrôle des actionnaires sur les sociétés, d'améliorer la protection accordée

règles accordant un droit de vote aux actionnaires dans les cas d'offre publique ayant pour effet de diluer la participation de plus de 25 %.

¹⁰⁴¹ Canadian Coalition for Good Governance, *Brief to Standing Committee on Industry, Science and Technology Re: Five Year Review of CBCA*, février 2010, p. 1, en ligne : <http://www.ccg.ca/site/ccgg/assets/pdf/Brief_to_Standing_Committee.pdf>.

¹⁰⁴² *Contra* M. LIPTON et S.A. ROSENBLUM, préc., note 1033.

¹⁰⁴³ J. ARMOUR et D.A. SKEEL, préc., note 1039, 1771.

¹⁰⁴⁴ Par exemple, adoption de plus en plus répandue du *say on pay* ou du *majority voting*.

aux actionnaires minoritaires¹⁰⁴⁵ et d'accroître la vigilance des dirigeants face à la volonté exprimée par les actionnaires de la société dont ils assurent la gestion. Particulièrement, l'activisme des investisseurs institutionnels permet aux dirigeants en place de mieux comprendre les attentes des actionnaires des sociétés ouvertes, ce qui facilite la gestion de ces dernières dans le respect de leurs intérêts¹⁰⁴⁶ tout en limitant l'adoption de comportements opportunistes par les dirigeants et des actionnaires dominants dans les situations décisionnelles ayant un impact important sur ces sociétés¹⁰⁴⁷.

2.2.3. Quelques propositions afin d'accroître le pouvoir d'intervention des actionnaires et d'encadrer l'exercice de ce pouvoir

Malgré les constats que nous avons faits sur certaines limitations et différentes situations de conflits d'intérêts qui empêchent les actionnaires de jouer pleinement leur rôle de surveillance et de contrôle, plusieurs actionnaires s'approchent néanmoins de ce qui, pour le professeur Coffee, correspond à un organe de surveillance optimal et souhaitent visiblement assumer ce nouveau rôle. Dans ce cadre, l'idée d'accorder à ces actionnaires une place plus importante semble d'ailleurs faire tranquillement son chemin dans la législation¹⁰⁴⁸.

Or, si l'attribution d'un pouvoir étendu aux actionnaires laisse entrevoir la possibilité que les coûts d'agence découlant de l'opportunisme des dirigeants et des actionnaires dominants seront moindres, il demeure que

¹⁰⁴⁵ Par exemple, dans le cas de l'adoption de règles en lien avec les transactions ayant un effet de dilution sur la participation des actionnaires dans le cadre d'offre d'achat.

¹⁰⁴⁶ D. YERMACK, préc., note 265, p. 9 de la version en ligne; R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 6, 923.

¹⁰⁴⁷ S.D. CHOWDHURY et E.Z. WANG, préc., note 134, 5.

¹⁰⁴⁸ Notamment par la modification des règles ayant trait aux propositions d'actionnaires, ou encore, par l'obligation qui est faite à certains types d'investisseurs institutionnels d'adopter des politiques en lien avec l'exercice de leurs droits de vote.

l'imposition de limitations aux pouvoirs dont disposent actuellement les dirigeants comporte certains risques. En effet, en élargissant les pouvoirs dont disposent les actionnaires, on attribue du pouvoir et de l'influence à des intermédiaires institutionnels qui peuvent dans certains cas faire l'objet de conflits d'intérêts et qui, contrairement aux administrateurs et aux dirigeants, ne sont pas imputables et qui ne peuvent être tenus responsables des décisions qu'ils prennent. Notamment, le fait que les différents modes d'intervention ne possèdent pas tous la même visibilité et qu'ils manquent de transparence contribuent au risque que les coûts d'agence soient tout simplement déplacés en présence d'un actionnaire opportuniste.

Ainsi, il semble qu'une révision des pouvoirs accordés aux actionnaires ne doive pas changer totalement la division des pouvoirs qui existent actuellement entre les actionnaires et les dirigeants d'entreprise (ce que nous avons désigné comme étant l'« approche managériale » qui prévaut actuellement au sein des entreprises québécoises et canadiennes). Elle doit donner la possibilité aux actionnaires d'intervenir lorsque leurs intérêts sont menacés par une décision des dirigeants (ou par l'influence des actionnaires dominants) ou lorsque leurs intérêts divergent de ceux de ces derniers. Il s'agit donc de trouver l'équilibre qui permet d'assurer une plus grande imputabilité des dirigeants et des administrateurs sans toutefois pousser l'application du mécanisme de surveillance et d'intervention à des limites qui nuiraient au bon fonctionnement de la société en compromettant le processus décisionnel en place.

Afin de participer à cette réflexion sur la place des actionnaires dans le contexte canadien, nous consacrerons la présente section à l'étude de certaines propositions visant l'accroissement de certains pouvoirs des actionnaires. Rattachées à une conception traditionnelle de la gouvernance des sociétés – c'est-à-dire à une vision où le pouvoir décisionnel est centralisé entre les mains du conseil d'administration et où les actionnaires

ne possèdent qu'un pouvoir décisionnel résiduel et occasionnel – nos propositions ne modifient pas complètement le régime actuel, mais visent plutôt à sortir les actionnaires de leur rôle essentiellement cérémoniel afin de leur permettre de faire valoir plus aisément leurs opinions et préférences. En ce sens, tout comme Bebchuk, nos suggestions de réforme en matière de démocratie corporative ne sont pas motivées par des idées politiques, mais plutôt par le souhait de voir les actionnaires occuper la place qui leur revient afin d'améliorer le fonctionnement et la valeur des sociétés canadiennes¹⁰⁴⁹.

Plus particulièrement, nous examinerons les pouvoirs que l'on désire confier aux actionnaires en lien avec l'élection et la destitution des administrateurs et de l'auditeur (2.2.3.1) et, de manière plus générale, nous porterons un regard sur l'étendue du pouvoir que leur confère leur droit de vote (2.2.3.2). En lien avec ce questionnement, nous nous interrogerons sur l'impact du manque de transparence des interventions menées par les activistes (2.2.3.3).

2.2.3.1. Les pouvoirs en lien avec l'élection et la destitution des administrateurs

Le pouvoir d'élire et de destituer les administrateurs constitue, tel que nous l'avons vu, le pouvoir le plus significatif que l'on reconnaît aux actionnaires en lien avec la gouvernance d'une société puisqu'il leur permet de sanctionner les administrateurs qui n'agissent pas de manière à protéger leurs droits¹⁰⁵⁰. Toutefois, afin de donner toute son importance à ce rôle de surveillance que l'on reconnaît aux actionnaires, il est selon nous nécessaire de donner aux actionnaires une réelle possibilité de modifier la composition

¹⁰⁴⁹ L.A. BEBCHUK, "The Myth of the Shareholder Franchise", préc., note 38, p. 104 de la version en ligne.

¹⁰⁵⁰ L.A. BEBCHUK, "The Myth of the Shareholder Franchise", préc., note 38, p. 104 de la version en ligne et R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 20, p. 465.

du conseil d'administration dans l'éventualité où les administrateurs ne remplissent pas leurs fonctions¹⁰⁵¹.

De manière plus spécifique, si les règles permettant aux actionnaires de soumettre des propositions aux frais de la société prévoient qu'il est possible de soumettre par cette voie le nom de candidats en vue de l'élection des administrateurs de la société (art. 137(4) et 175(1) L.c.s.a. et 198 L.s.a.Q.), il demeure que cette possibilité est peu utilisée notamment à cause des conditions d'utilisation restrictives¹⁰⁵². Puisque cette règle constitue un véritable outil d'influence pour les actionnaires, nous considérons qu'il est notamment nécessaire de réévaluer la pertinence de limiter l'accès à cet outil. En effet, contrairement à ce qui se produit en droit états-unien, le résultat du vote des actionnaires sur une proposition est décisionnel et non seulement consultatif si les sujets relèvent du domaine de compétence des actionnaires, ce qui est le cas en ce qui a trait au choix des administrateurs.

Or, malgré les avantages des règles de la proposition d'actionnaire, il semble que les actionnaires canadiens continuent de se prévaloir des dispositions visant l'utilisation d'une circulaire de sollicitation de procurations de dissident préparée et distribuée à leurs frais, afin de promouvoir l'élection de leurs candidats pour combler les postes d'administrateurs¹⁰⁵³. Pourtant, lorsqu'un actionnaire choisit de procéder par le biais d'une bataille de procurations, les coûts liés à l'élaboration et à la distribution des formulaires et des circulaires de procuration pour faire la promotion de leurs candidats en vue d'une élection risquent d'être très élevés au point de possiblement constituer un frein à la démarche.

¹⁰⁵¹ C'est-à-dire s'ils ne surveillent pas adéquatement les dirigeants en place et qu'ils n'interviennent pas pour protéger les intérêts des actionnaires. L.A. BEBCHUK, "Letting Shareholders Set the Rules", préc., note 4, p. 1 de la version en ligne et D.T. MITCHELL, préc., note 272, 1508.

¹⁰⁵² Notamment, l'obligation de détenir au moins cinq pour cent des actions pour profiter de cette règle

¹⁰⁵³ Ceci a notamment été le cas au sein des sociétés Biovail Corporation, PetValu Canada inc., Zarlink Semiconductor inc. et Genco Resources Ltd.

Ce choix d'avoir recours à un mécanisme plus coûteux s'explique possiblement de deux façons. Notamment, en présentant un candidat par la voie d'une circulaire de procuration de dissident, l'actionnaire évite les restrictions ayant trait au nombre de mots utilisés pour présenter la proposition (art. 48 du Règlement fédéral et 197 al. 1 L.s.a.Q. et art. 3 du *Règlement sur les propositions d'actionnaires*), ainsi que les restrictions quant à l'importance de la participation au sein de la société.

Dans ce cadre, il semble que l'augmentation du nombre de mots pouvant être utilisés pour présenter une proposition pourrait s'avérer judicieux. De même, l'exigence imposant la détention de 5 % des titres de la société pour être en mesure de bénéficier du mécanisme de la proposition d'actionnaire lorsqu'un actionnaire désire présenter un candidat en vue de l'élection des administrateurs pourrait être revue à la baisse. Par ailleurs, l'adoption d'un système de remboursement des frais raisonnables liés à une campagne ayant obtenu un seuil déterminant d'appui¹⁰⁵⁴ serait également susceptible de faciliter les interventions des actionnaires¹⁰⁵⁵. En effet, le remboursement de ces frais serait notamment susceptible de réduire les problèmes de resquillage qui limitent les initiatives des actionnaires qui doivent supporter l'ensemble des coûts liés à la démarche, mais partager les bénéfices en découlant avec l'ensemble des actionnaires de la société¹⁰⁵⁶.

Par ailleurs, bien que la législation permette aux actionnaires de destituer les administrateurs en place par le biais d'une résolution ordinaire adoptée à la majorité des voix lors d'une assemblée extraordinaire (art. 109(1) L.c.s.a.

¹⁰⁵⁴ En effet, en limitant le remboursement au seul cas ayant obtenu un appui préétabli, on favorise les démarches les plus désirables (ou les moins frivoles) et les plus susceptibles d'obtenir l'appui des autres actionnaires parce que bénéfiques pour la société.

¹⁰⁵⁵ Actuellement, l'actionnaire pourra récupérer les frais liés à une bataille de procurations si le conseil d'administration en décide ainsi. R. CRÊTE, préc., note 397, p. 305 et suiv. Ceci sera notamment le cas dans l'éventualité où ce dernier réussit à obtenir suffisamment de procurations pour faire élire une majorité des membres du conseil d'administration. Or, les chances de succès d'une bataille de procurations sont relativement minces. K.P. McGUINNESS, préc., note 328, p. 1193.

¹⁰⁵⁶ L.A. BEBCHUK, "The Case for Increasing Shareholder Power", préc., note 38, 874.

et art. 144 al. 1 L.s.a.Q.) en permettant à l'administrateur visé de se faire entendre s'il le souhaite (art. 110 L.c.s.a. et art. 150 L.s.a.Q.), les coûts liés à une telle démarche s'avèrent souvent prohibitifs. Dans ce cadre, l'adoption d'une règle visant le remboursement des frais liés à la convocation de l'assemblée extraordinaire (qui constituent souvent une barrière importante pour les actionnaires) dans l'éventualité où la procédure de destitution obtient l'appui majoritaire des autres actionnaires pourrait s'avérer potentiellement profitable pour la société et ses actionnaires.

De même, le mécanisme permettant aux actionnaires d'exercer leur droit de vote par procuration limite également le pouvoir de contrôle que les actionnaires peuvent exercer sur les administrateurs en permettant seulement à ces derniers de voter en faveur d'un candidat proposé ou de s'abstenir d'exercer leur vote. En effet, comme les abstentions ne sont pas comptabilisées dans le calcul de la majorité des voix exprimées, cela a pour conséquence que l'expression d'un seul vote favorable à l'élection d'un candidat, alors que toutes les autres voix sont des abstentions, permet l'élection d'un candidat puisque ce vote équivaut dans ce cas à 100 % des voix.

Dans ce contexte, l'influence des actionnaires serait accrue si une règle prévoyait qu'un administrateur doit renoncer à son poste lorsqu'une majorité d'actionnaires s'abstient de voter en sa faveur ou, alternativement, si la règle actuelle était modifiée pour permettre aux actionnaires de voter contre un candidat¹⁰⁵⁷. Un autre changement envisageable consisterait à adopter une règle obligeant les administrateurs à obtenir l'appui majoritaire des actionnaires afin de conserver leur poste, puisque l'adoption d'une telle mesure aurait pour effet de transformer les abstentions en vote contre un candidat, ce qui aurait pour effet d'obliger le conseil d'administration à

¹⁰⁵⁷ D.T. MITCHELL, préc., note 272, 1508.

assumer pleinement la responsabilité de ses choix devant les actionnaires¹⁰⁵⁸.

Or, malgré leur valeur, l'application de pareilles règles ne fait toutefois pas l'unanimité. En effet, des critiques ont notamment fait valoir que l'application d'une règle exigeant l'obtention d'un appui majoritaire de la part des actionnaires risquerait de perturber le bon fonctionnement du conseil d'administration compte tenu du risque que certains sièges soient laissés vacants si les candidats n'obtiennent pas le soutien requis¹⁰⁵⁹. Par ailleurs, selon ces critiques, l'application d'une règle de cette nature aurait possiblement pour effet d'affecter la capacité de la société à répondre aux exigences réglementaires ou boursières, notamment en ce qui a trait à l'expertise financière ou à l'indépendance des administrateurs appelés à siéger sur le conseil d'administration, puisque cette règle aurait pour effet de réduire le nombre de candidats qualifiés et intéressés à agir comme administrateurs dû à la possibilité (embarrassante) qu'ils n'obtiennent pas le soutien nécessaire à leur élection malgré tous les efforts investis¹⁰⁶⁰. Enfin, certains critiques ont également suggéré que l'influence des actionnaires sur le choix des administrateurs serait susceptible de nuire au maintien d'une complémentarité de compétences au sein du conseil d'administration¹⁰⁶¹.

Au Canada, il semble que ces craintes ne soient pas fondées si on s'appuie sur les résultats des votes en lien avec l'élection des administrateurs. Notamment, en 2010, le rapport sur le vote des actionnaires des sociétés de l'indice composé du S&P/TSX indiquait qu'en moyenne, moins de 5 % des

¹⁰⁵⁸ I. ANABTAWI et L. STOUT, préc., note 77, p. 35 de la version en ligne; W.K. SJOSTROM et Y.S. KIM, préc., note 296, 497.

¹⁰⁵⁹ M. LIPTON et S.A. ROSENBLUM, préc., note 1033. Or, de la centaine d'émetteurs canadiens ayant mis en place ces règles de procédure en lien avec l'élection des membres appelés à composer le conseil d'administration de la société, aucun n'a éprouvé de difficulté à obtenir une majorité d'appuis pour l'élection des candidats proposés. L. O'NEILL et J. COOK, préc., note 774, p. 7.

¹⁰⁶⁰ Et cela, même si l'élection n'est pas contestée. W.K. SJOSTROM et Y.S. KIM, "préc.", note 296, 469.

¹⁰⁶¹ *Id.*

actions avaient fait l'objet d'un vote d'abstention lors du processus d'élection des futurs administrateurs de la société¹⁰⁶² alors que 57 % des sociétés faisant partie de cet indice avaient adopté volontairement une règle prévoyant l'obtention d'un appui majoritaire de la part des actionnaires pour être élus à titre d'administrateurs¹⁰⁶³. Or, malgré la faible possibilité que les candidats n'obtiennent pas le soutien requis pour assurer leur élection, dans l'éventualité où cela se produit, la conséquence ne devrait pas être qu'ils soient tout de même élus.

Par ailleurs, ces critiques semblent faire abstraction du fait que même en l'absence d'une règle favorisant l'obtention de l'appui d'une majorité d'actionnaires pour permettre l'élection des candidats appelés à siéger au conseil d'administration, une société n'est pas à l'abri d'une désertion complète de ses administrateurs ou d'une démission partielle qui l'empêche d'atteindre le quorum fixé pour la tenue régulière d'une réunion du conseil. Dans ce cas, des règles prévoient la procédure à suivre pour combler les sièges vacants¹⁰⁶⁴. En outre, les règles québécoises et canadiennes prévoient que sauf en présence d'une disposition à l'effet contraire, les administrateurs sont rééligibles et peuvent ainsi être maintenus dans leurs fonctions, et cela, jusqu'à la nomination de leur remplaçant légitime¹⁰⁶⁵. En effet, dans l'éventualité où aucun administrateur n'est élu afin de remplacer un administrateur dont le mandat est échu, l'administrateur titulaire continue à assumer ses fonctions jusqu'à ce qu'un remplaçant lui soit nommé. Ainsi, il est possible qu'un administrateur qui n'a pas été réélu, continue à siéger au

¹⁰⁶² SHARE, *Proxy Alert, Majority Voting in Director Elections – European Goldfields Limited*, 2 mai 2011, en ligne : SHARE <http://www.share.ca/files/SHARE_Proxy_Alert_European_Goldfields.pdf>.

¹⁰⁶³ Barbara SPECTER, "Large Pensions Engage in Rare Fight over Board Vote", *Financial Post*, 27 avril 2011, en ligne : <<http://business.financialpost.com/2011/04/27/pensions-take-on-board-at-annual-meeting/>>.

¹⁰⁶⁴ Voir notamment l'article 111 de la *Loi canadienne sur les sociétés par actions*. Canadian Coalition for Good Governance, *Brief to Standing Committee on Industry, Science and Technology Re: Five Year Review of CBCA*, février 2010, p. 6, en ligne : <http://www.ccg.ca/site/ccgg/assets/pdf/Brief_to_Standing_Committee.pdf>.

¹⁰⁶⁵ Art. 106(6) L.c.s.a. et art. 142 et 143 L.s.a.Q.

conseil d'administration d'une société par l'application du *holdover rule* afin de ne pas interrompre la chaîne de pouvoir et empêcher le bon fonctionnement de la société¹⁰⁶⁶.

Malgré la valeur de ces idées, il demeure que la présence d'un actionnaire dominant au sein d'une société ouverte, comme c'est fréquemment le cas au Canada, diminue son impact. En effet, l'actionnaire qui possède plus de 50 % des titres avec droit de vote au sein d'une société sera en mesure d'élire la totalité des administrateurs, et cela, peu importe la règle applicable au calcul de la majorité obtenue par les candidats. Cette situation, qui exclut la possibilité que les actionnaires minoritaires soient représentés au sein du conseil d'administration, est hautement contestable.

Or, il est actuellement possible, en vertu de la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* et de la *Loi sur les sociétés par actions* du Québec, de remédier à ce problème, notamment par la mise en place d'un système de vote cumulatif¹⁰⁶⁷. Ce mécanisme représente un avantage certain pour les actionnaires minoritaires qui peuvent de cette manière regrouper l'ensemble de leurs votes pour faire élire un ou des administrateurs qui devraient en principe agir de manière à protéger leurs intérêts. Cette possibilité qui permet aux actionnaires minoritaires d'obtenir une représentation « proportionnelle »¹⁰⁶⁸ est toutefois facultative au Canada, les sociétés étant

¹⁰⁶⁶ L.A. BEBCHUK, "The Myth of the Shareholder Franchise", préc., note 38, p. 127 de la version en ligne; "The policy justification for the holdover rule is to ensure that "the power of the board of directors to act continues uninterrupted even though an annual shareholders' meeting is not held or the shareholders are deadlocked and unable to elect directors at the meeting. The practical effect of the holdover rule is that incumbent director who fails to be reelected at an uncontested election would nonetheless remain on the board since no successor will have been elected." W.K. SJOSTROM et Y.S. KIM, préc., note 296, 473.

¹⁰⁶⁷ Le vote cumulatif, qui peut être prévu dans les statuts constitutifs au moment de l'incorporation de la société, permet à un actionnaire de multiplier le nombre de droits de vote rattachés à ses actions par le nombre de postes d'administrateurs devant être élus et d'utiliser la totalité ou une partie de ce nombre de votes pour soutenir le ou les candidats de son choix lors de l'élection des administrateurs (art. 107 L.c.s.a. et 111 L.s.a.Q.). B. WELLING, préc., note 276, p. 445; K.P. McGUINNESS, préc., note 328, p. 771 et suiv.

¹⁰⁶⁸ Si, bien entendu la totalité des actionnaires minoritaires regroupe ses actions afin de voter pour un nombre de candidats égal au pourcentage d'actions détenues.

libres d'adopter ce mécanisme. Afin d'assurer une protection réelle des droits des actionnaires minoritaires, il nous semble que cette mesure devrait être rendue obligatoire lorsqu'une société détient un actionnaire important qui lui accorde un contrôle de droit ou de fait sur la nomination des membres du conseil d'administration.

Une autre solution possible viserait à adopter des règles qui permettraient aux actionnaires de soumettre au comité de nomination de la société le nom de candidats pouvant agir comme administrateurs ainsi que leurs qualifications. En effet, cette façon de faire permettrait aux actionnaires de participer au processus de sélection des candidats et possiblement de contribuer au processus décisionnel, tout en s'assurant que les candidats proposés à l'ensemble des actionnaires ont fait l'objet d'un examen attentif de leurs qualifications. Dans ce cadre, le comité de nomination, composé d'administrateurs indépendants, aurait essentiellement la responsabilité d'examiner les candidatures soumises par ces actionnaires avec bonne foi en les comparant avec les autres candidats afin d'effectuer un choix qui serait dans le meilleur intérêt de la société¹⁰⁶⁹.

2.2.3.2. L'étendue du droit de vote des actionnaires

Tel que nous l'avons vu, les actionnaires détiennent des pouvoirs limités qui ne leur permettent pas d'intervenir afin d'obliger la société à effectuer certains changements importants. En effet, si les actionnaires d'une société peuvent soumettre ce type de proposition, le résultat, tel que nous l'avons exposé précédemment, ne liera pas les dirigeants et administrateurs de la société. Or, selon le professeur Bebchuk, il pourrait s'avérer bénéfique de permettre aux actionnaires d'intervenir puisque les choix qu'effectuent les sociétés au moment de leur incorporation (ou encore au moment de

¹⁰⁶⁹ M. LIPTON et S.A. ROSENBLUM, préc., note 1032, 92-93.

s'inscrire en Bourse) ne s'adaptent pas toujours parfaitement à l'environnement dynamique dans lequel la société évolue à long terme et ne prend pas en considération les nouveaux problèmes, les nouvelles circonstances ou encore le développement de règles plus avantageuses pour les actionnaires qui peuvent se présenter au cours de la vie de la société.

En effet, considérant l'importance des changements qui peuvent survenir durant la vie d'une société ouverte, ainsi que l'évolution des connaissances en lien avec les standards de gouvernance, le contrôle qu'exercent les dirigeants et administrateurs sur les règles de gouvernance peut donner ouverture à des coûts d'agence. En effet, en vertu des règles existantes, on peut craindre que l'ensemble des changements bénéfiques pour la société ne soit pas mis en œuvre par les dirigeants et administrateurs puisqu'il est prévisible que ces derniers verront d'un œil défavorable les changements qui réduiront leurs droits et privilèges. De ce fait, même lorsque des changements se produisent dans le monde des affaires et que cela entraîne la nécessité d'effectuer certaines adaptations des règles de gouvernance en vigueur, ces modifications peuvent ne pas être mises en œuvre¹⁰⁷⁰.

Par ailleurs, une autre façon d'étendre les pouvoirs des actionnaires sur les règles de gouvernance applicables aux sociétés dont ils possèdent les titres consisterait à donner un droit de regard aux actionnaires sur les règles de gouvernance adoptées et mises en place par la société annuellement lors de chaque assemblée d'actionnaires¹⁰⁷¹. En effet, ce processus pourrait être mis en œuvre aisément et à peu de frais, en obligeant par exemple la société à adopter ses politiques de gouvernance par le biais de règlements

¹⁰⁷⁰ Par ailleurs, « When developments in the business world or in state law make it desirable to reincorporate in a state that would impose greater constraint on the board, such a reincorporation could well not occur. The control that boards have over reincorporation decisions has also provided states seeking to attract incorporations with incentives to offer rules that favor management and to avoid rules that disfavor it. » L.A. BEBCHUK, "Letting Shareholders Set the Rules", préc., note 4, p. 4 et 5.

¹⁰⁷¹ S. ROUSSEAU, préc., note 20, à la page 29.

annuels devant être soumis aux actionnaires pour approbation avec une note informative en lien avec le Règlement 58-101 sur l'information concernant les pratiques en matière de gouvernance. De cette façon, les actionnaires auraient la possibilité de se prononcer à l'occasion de l'assemblée annuelle sur l'ensemble des principes de gouvernance en approuvant les règlements, en les révoquant ou encore en les modifiant¹⁰⁷². En outre, cette façon de faire permettrait aux actionnaires de se prononcer, non seulement par le biais de l'exercice de leur pouvoir de destituer les administrateurs en place, mais également par le biais de l'exercice de leur droit de vote. Par ailleurs, cette manière de procéder permettrait aux actionnaires de demander l'application des principes de gouvernance par le biais d'un recours contre la société et ses administrateurs¹⁰⁷³.

En lien avec ceci, la question du *say on pay* a reçu beaucoup d'attention depuis quelques années. Notamment, de nombreuses propositions d'actionnaires ont été soumises afin d'obliger les dirigeants à soumettre leur rémunération à un vote consultatif des actionnaires sans toutefois que cela lie les administrateurs, et cela, même après l'obtention d'une majorité d'actionnaires. Dans ce cadre, on apprenait en mai 2009, qu'une première société canadienne ouverte, la société Thomson Reuters, avait soumis la rémunération de ses dirigeants au vote de ses actionnaires. Bien que seulement 17,7 % des titres aient été votés contre le rapport de rémunération, cela équivaut à un rejet de 49,1 % des actionnaires minoritaires puisque Thomson Reuters est contrôlé par un actionnaire qui détient plus de la moitié des titres en circulation de la société (soit environ 53 %)¹⁰⁷⁴. Or, si certains peuvent douter de l'impact de ces votes consultatifs, une étude menée par les professeurs Martin et Randall¹⁰⁷⁵ à la fin des années 1990 semble indiquer le contraire. En effet, Martin et Randall

¹⁰⁷² *Id.*

¹⁰⁷³ *Id.*

¹⁰⁷⁴ En effet, lorsqu'il s'agit d'une société contrôlée, il est nécessaire d'examiner les votes des actionnaires minoritaires pour avoir une vision exacte de l'état de la situation.

¹⁰⁷⁵ K.J. MARTIN et T.S. RANDALL, préc., note 900.

avaient notamment déterminé dans le cadre de cette étude que les propositions d'actionnaires ayant trait à la rémunération des dirigeants affectaient réellement les décisions prises par les administrateurs. En effet, tel que ces auteurs le rapportaient, dans les deux années ayant suivi le dépôt d'une proposition d'actionnaires en lien avec la rémunération des dirigeants, ces derniers ont vu leur salaire augmenter moins rapidement que celui de dirigeants occupant des fonctions similaires dans des sociétés appartenant au même secteur industriel. Par ailleurs, ce constat était encore plus prononcé lorsque les propositions avaient reçu un appui important¹⁰⁷⁶.

Néanmoins, il va de soi que l'expression du mécontentement des actionnaires, même s'il influence la prise de décision du comité de rémunération, ne doit pas constituer le seul élément qui est pris en considération. D'autres préoccupations, telles que celle de retenir ou d'attirer les services d'une personne particulière ou encore d'aligner les intérêts des dirigeants et des actionnaires, pourront justifier l'octroi d'une rémunération importante jugée excessive par les actionnaires¹⁰⁷⁷. Dans ce contexte, il semble qu'une règle obligeant les dirigeants à soumettre leur salaire aux actionnaires dans le cadre d'un vote consultatif constitue un juste compromis entre la nécessité que la gestion de la société soit assurée par des personnes compétentes et le désir des actionnaires de voir les fonds de l'entreprise utilisés avec discernement et dans le meilleur intérêt de la société.

Malgré cela, encore ici le regard des actionnaires minoritaires ne peut que limiter les comportements opportunistes des dirigeants et des actionnaires

¹⁰⁷⁶ « [...] in the two years after receiving a shareholder proposal, executive pay rose more slowly in a typical target company than it did in other firms in the same industry. This pattern was more pronounced when proposals received substantial support than when the level of support was low. » *Id.* Voir également à ce sujet le texte de B.R. CHEFFINS et R.S. THOMAS, préc., note 665, p. 35.

¹⁰⁷⁷ B.R. CHEFFINS et R.S. THOMAS, "préc., note 665, p. 21.

dominants qui souhaiteront, dans la plupart des cas, éviter l’opprobre des médias et de la communauté d’affaires.

2.2.3.3. La transparence des interventions des actionnaires

Dans la majorité des cas, les interventions des actionnaires activistes ainsi que les négociations menées avec les dirigeants et l’actionnaire dominant, le cas échéant, s’effectuent discrètement et ne font l’objet d’aucune divulgation formelle. Or, bien que cette façon de faire possède certains avantages, particulièrement dans le contexte canadien, cette absence de transparence diminue la possibilité que les autres actionnaires de la société effectuent une certaine surveillance des démarches qui sont entreprises afin, s’il y a lieu, de limiter les coûts d’agence susceptibles d’en découler. Si le contexte actuel pousse les investisseurs institutionnels à privilégier cette forme d’intervention lorsqu’ils souhaitent obtenir un changement dans la gouvernance des sociétés, on peut croire qu’une réforme pourrait inciter les investisseurs institutionnels à plus de transparence¹⁰⁷⁸.

Par exemple, McConville et Bagaric proposent d’établir des comités d’actionnaires¹⁰⁷⁹ au sein des sociétés ouvertes afin de leur permettre de

¹⁰⁷⁸ B.S. BLACK, “The Value of Institutional Investor Monitoring: The empirical Evidence”, préc., note 6, 896.

¹⁰⁷⁹ Ces comités pourraient être composés des actionnaires détenant un nombre déterminé de titres ou encore d’actionnaires intéressés détenant un certain pourcentage de titres depuis une durée déterminée. Cette règle soulève toutefois le risque que les comités d’actionnaires ne soient influencés par les intérêts d’un actionnaire de contrôle ou qu’ils délaissent les intérêts des petits actionnaires individuels. Malgré la nécessité que le comité d’actionnaires représente les intérêts des différents types d’actionnaires composant la société, certaines restrictions ayant trait à l’expertise et aux capacités de ces derniers devraient être imposées. Le comité devrait par ailleurs être composé d’un petit nombre d’actionnaires (cinq à sept) qui devraient agir pour un mandat d’au plus trois ans si possible. J. McCONVILL et M. BAGARIC, préc., note 75. Cette idée a également été analysée par Daniel M. HAÜSERMANN, “Shareholder Committees in the United States and Switzerland: Blind Alley or Vital Branch in the Evolution of Corporate Governance?”, 24 avril 2011, University of St. Gallen Law & Economics Working Paper No. 2011-07, en ligne : SSRN <<http://ssrn.com/abstract=1850566>>. Soulignons que cette idée, qui a vu le jour au milieu du 19^e siècle, a été développée et promue (sans succès) au milieu des années 1980, alors que

faire valoir formellement et en toute transparence leurs revendications auprès des dirigeants de ces dernières et de faciliter la participation des investisseurs institutionnels¹⁰⁸⁰. Ces comités, qui se verraient confier un rôle essentiellement consultatif¹⁰⁸¹ en lien avec la supervision de la structure de gouvernance de la société¹⁰⁸², permettraient aux actionnaires institutionnels de communiquer certaines propositions aux dirigeants et de contribuer à la bonne gouvernance de la société sans qu'un seul actionnaire ne soit particulièrement identifié comme l'auteur du changement.

Ce mécanisme, qui légitimerait les interventions des actionnaires¹⁰⁸³, permettrait, par ailleurs, de limiter les problèmes d'action collective qui entravent actuellement les interventions publiques des actionnaires en facilitant la coopération entre les actionnaires, en limitant les coûts d'organisation et en rendant possible le remboursement de certains frais¹⁰⁸⁴ liés à la surveillance et au contrôle des dirigeants¹⁰⁸⁵. De fait, cette forme participative permettrait aux actionnaires de diverses origines de faire valoir leur position et d'accroître leur rôle au sein de la société sur des questions de gouvernance, augmentant de ce fait l'imputabilité des dirigeants et administrateurs. Ceci aurait pour avantage d'améliorer la communication

les investisseurs institutionnels occupaient une place centrale aux États-Unis. En 1990, les CALPERs ont même soumis une proposition d'actionnaire visant à créer ce type de comité auprès de plusieurs sociétés dont ils détenaient les titres.

¹⁰⁸⁰ Sans rendre la formation d'un comité d'actionnaires obligatoire pour l'ensemble des sociétés ouvertes, il serait nécessaire pour une société de justifier pourquoi un tel mécanisme n'a pas été implanté dans l'éventualité où cette mesure a été jugée trop restrictive ou inappropriée par les dirigeants et administrateurs.

¹⁰⁸¹ Tel que McConvill et Bagaric le suggèrent, le comité d'actionnaires ne devrait pas avoir de pouvoir spécifique en lien avec la nomination des administrateurs ou la rémunération des dirigeants. Il devrait posséder un seul pouvoir de conseil et de recommandations. J. McCONVILL et M. BAGARIC, préc., note 75, 162.

¹⁰⁸² À ce sujet, le professeur Rock a indiqué, au début des années 1990, que la création d'un conseil d'administration fantôme qui assurerait une surveillance constante du véritable conseil d'administration était selon lui un outil inutile. Toutefois, la mise en place d'un comité d'actionnaires pouvait être pertinente pour assurer l'examen de transactions spécifiques ayant un haut potentiel d'abus puisque dans ces contextes ce type de comité avait davantage le potentiel d'affecter le partage des pouvoirs existant. E.B. ROCK, préc., note 426, 448-504.

¹⁰⁸³ J. McCONVILL et M. BAGARIC, préc., note 75, 137.

¹⁰⁸⁴ Par exemple, les frais liés à l'embauche d'experts.

¹⁰⁸⁵ J. McCONVILL et M. BAGARIC, préc., note 75, 137; E.B. ROCK, préc., note 426, 495.

entre les actionnaires, les administrateurs et les dirigeants et d'accroître la contribution possible des investisseurs institutionnels qui, de par leur expertise et leur détention de titres dans de nombreuses sociétés, peuvent participer à l'amélioration globale du système de gouvernance.

Si certains peuvent faire valoir à l'encontre de cette idée que les actionnaires peuvent déjà participer et contribuer à la gouvernance des sociétés dont ils possèdent les titres en votant lors des assemblées d'actionnaires, il demeure, comme nous avons pu le constater, qu'il s'agit davantage d'un pouvoir de ratification des décisions des dirigeants et administrateurs que d'un pouvoir leur permettant de prendre une initiative. Or, ce pouvoir n'est pas suffisant puisque les actionnaires qui souhaitent intervenir auprès des dirigeants afin d'amener des changements dans la société le font par le biais de négociations privées. De plus, l'argument relatif aux coûts qu'entraînerait cette mesure pour la société risque également d'être amené à l'encontre de cette idée. Or, s'il va de soi qu'un fardeau administratif supplémentaire entraîne nécessairement de nouveaux frais, la création d'un comité d'actionnaires permettrait d'améliorer la gouvernance des sociétés dans l'intérêt des actionnaires. Après tout, les nouveaux frais engendrés par la mise en place de comités de nomination, de rémunération ou de vérification dans les dernières années afin de limiter l'opportunisme des dirigeants n'ont pas empêché leur création¹⁰⁸⁶.

Soulignons toutefois que certains éléments rendent cette avenue moins intéressante pour les investisseurs institutionnels. Tout d'abord, la participation à ce type de comité risque de donner ouverture à l'application des règles interdisant les opérations lorsque mis en possession d'information privilégiée qui n'est pas disponible au public. Par ailleurs, si le comité ne possède qu'un rôle consultatif, ce dernier, même si plus

¹⁰⁸⁶ J. McCONVILL et M. BAGARIC, préc., note 75, 141-142.

transparent, ne risque pas d'écarter les modes d'activisme traditionnels qui sont susceptibles de donner de meilleurs résultats.

Par ailleurs, considérant les difficultés d'imposer une obligation fiduciaire aux actionnaires minoritaires qui choisissent la voie de l'activisme, il pourrait être envisageable d'établir des règles de divulgation particulières afin de réduire les coûts d'agence découlant potentiellement des interventions de ces actionnaires. Notamment, l'application de règles de divulgation plus strictes dans les cas où un actionnaire emprunte la voie de l'activisme permettrait possiblement de décourager les tentatives d'influence pouvant nuire à l'ensemble des actionnaires d'une société.

En effet, si l'actionnaire qui exerce une emprise sur plus de 10 % des droits de vote rattachés aux titres avec droit de vote d'un émetteur assujetti doit divulguer ce fait¹⁰⁸⁷, il semble que la réduction de ce pourcentage à disons 5 % permettrait sans doute une meilleure surveillance de l'influence que certains actionnaires sont susceptibles d'avoir sur la société ainsi que sur ses dirigeants. En effet, il n'est pas nécessaire qu'un actionnaire détienne dix pour cent des titres d'une société pour que, dans certaines circonstances, il puisse exercer une influence décisive sur les dirigeants d'une société, et cela, particulièrement lorsque ces actionnaires participent à une coalition.

Dans ce cadre, il serait, par ailleurs, possible de mettre en place un mécanisme de divulgation qui ne serait pas lié à un nombre déterminé de titres détenus dans une société ou au nombre de voix pouvant être exprimées lors du vote des actionnaires, mais plutôt à l'influence effective

¹⁰⁸⁷ Les règles de divulgation actuelles visent essentiellement à fournir des informations à l'ensemble des actionnaires dans l'éventualité d'une prise de contrôle et de la recherche de bénéfices privé par celui qui effectue cette prise de contrôle. Ces règles de divulgation n'empêchent pas un actionnaire détenant moins de 10 % des droits de vote dans une société d'occasionnés des coûts d'agence à l'ensemble des actionnaires ou d'effectuer des changements qui, bien que d'importance moindre que celles découlant d'un changement de contrôle, peuvent entraîner des changements importants qui ne sont pas désirés.

exercée sur les dirigeants d'une société. Par exemple, les actionnaires pourraient avoir l'obligation de divulguer la nature de leurs activités ainsi que leurs intentions en lien avec la société lorsque leurs interventions auprès des dirigeants sont susceptibles d'entraîner des changements importants qui favorisent leurs seuls intérêts (sans que cela ne bénéficie aux autres actionnaires)¹⁰⁸⁸. Alternativement, il est possible d'obliger les dirigeants d'une société faisant l'objet d'une intervention à dévoiler la nature de l'intervention effectuée lorsque cette dernière est à l'origine d'une décision ou d'un changement important même si ces derniers n'ont pas récolté d'avantages ou de bénéfices particuliers à la suite du changement effectué¹⁰⁸⁹.

Malgré les avantages certains d'une transparence plus grande, on doit toutefois se demander si la mise en place d'un pareil régime de divulgation entraînerait un fardeau inutilement lourd en comparaison avec les bénéfices qui seraient susceptibles d'en découler et si l'application de ces nouvelles règles entraînerait des redondances ou encore si ces règles risqueraient d'entraver la communication entre les actionnaires et les dirigeants des sociétés et de limiter la nouvelle influence des actionnaires. Par ailleurs, nous concevons que l'application d'un pareil régime devrait essentiellement s'appuyer sur la bonne foi des différents acteurs, et que dans ce contexte, il est peu probable que ceux qui souhaitent abuser de leur position le divulguent.

Ainsi, une autre manière, sans doute plus utile et efficace, de contrer les abus et les comportements opportunistes des investisseurs institutionnels consisterait à élargir les règles relatives à la divulgation d'information. Ceci permettrait notamment d'étendre l'application de l'obligation visant à adopter et à divulguer les politiques (ou les lignes directrices) encadrant les

¹⁰⁸⁸ P. ROSE, préc., note 504, p. 47.

¹⁰⁸⁹ *Id.*, p. 48.

interventions des investisseurs institutionnels auprès des administrateurs et dirigeants des sociétés dont ils détiennent les titres et à défaut d'énoncer pourquoi ils ont choisi de ne pas adopter de pareilles mesures. Le cas échéant, les investisseurs institutionnels devraient expliquer dans leurs rapports annuels et provisoires tout écart par rapport aux règles adoptées. Cette réglementation permettrait aux autorités en place de superviser de manière générale le type d'intervention effectuée auprès des sociétés ouvertes tout en incitant les investisseurs institutionnels à remplir leurs obligations d'actionnaires dans l'objectif de maximiser les intérêts à long terme de leurs bénéficiaires.

*

* *

En 1991, le professeur Rock concluait sur une note pessimiste en indiquant que les divers développements observés, incluant la détention d'une participation plus importante par les investisseurs institutionnels au sein des sociétés états-uniennes, la présence de nouveaux joueurs et leurs interventions plus fréquentes auprès des dirigeants des sociétés, étaient peu susceptibles d'entraîner des changements importants dans le droit des sociétés, même si cela pouvait susciter certaines réformes utiles¹⁰⁹⁰.

Or, au regard de l'analyse effectuée, il ressort qu'au Canada, les investisseurs institutionnels ont traditionnellement exercé une forme différente d'activisme en ayant recours à une approche privilégiant la collaboration plutôt qu'une approche confrontationnelles, comme celle prévalant aux États-Unis, afin d'inciter les dirigeants à apporter des changements dans la gouvernance des sociétés. Agissant principalement

¹⁰⁹⁰ E.B. ROCK., préc., note 426, 452.

par le biais de rencontres avec les dirigeants des sociétés dont ils possèdent les titres, ainsi que par des formes d'activisme plus confrontationnelle dans les cas où les dirigeants se sont montrés moins réceptifs aux réformes proposées¹⁰⁹¹, ils possèdent le pouvoir d'influencer les décisions stratégiques et d'infléchir la conduite des affaires des sociétés canadiennes dans la direction souhaitée.

En effet, puisque la législation canadienne permet aux sociétés d'établir les règles de gouvernance qui conviennent à leur situation, en ne leur imposant pas de cadre impératif en matière de gouvernance, ce sont essentiellement les pressions sociales et économiques qui influencent leurs choix en cette matière. Dans ce contexte, la concentration des actions entre les mains de quelques investisseurs institutionnels facilite la mise en place de mesures de surveillance et de contrôle des dirigeants et des actionnaires dominants. Par ailleurs, la présence des investisseurs institutionnels permet également à une évolution de s'opérer lorsqu'il y a un changement lié aux coûts, aux bénéfices, à la réalité ou aux préférences des actionnaires en lien avec une règle de gouvernance en réduisant les coûts de coordination des interventions, et cela, malgré la présence d'actionnaires de contrôle.

De ce fait, nous croyons que les investisseurs institutionnels constituent un organe de surveillance nécessaire et utile, particulièrement dans un contexte où aucun autre acteur ne possède l'indépendance requise pour intervenir afin de limiter l'extraction de bénéfices privés par les dirigeants des sociétés et ses actionnaires dominants.

¹⁰⁹¹ J. SARRA, préc., note 48, 410.

CONCLUSION

En 1932, à l'époque où Berle et Means faisaient le constat de l'impuissance des actionnaires face aux dirigeants en place, le groupe actionnarial se composait essentiellement d'investisseurs individuels passifs à qui il manquait les connaissances et les incitatifs pour intervenir dans les décisions de gestion de la société dans laquelle ils détenaient des titres. Cette situation a changé avec le passage des années et l'arrivée des investisseurs institutionnels¹⁰⁹² ainsi que la concentration d'une large part des titres en circulation entre leurs mains¹⁰⁹³.

Aujourd'hui les sociétés ouvertes possèdent un actionnariat informé et à même d'intervenir pour améliorer la gouvernance des sociétés. Les investisseurs institutionnels possèdent d'ailleurs un intérêt économique direct qui les pousse à participer à l'amélioration des pratiques de gouvernance et à la construction d'un système réglementaire qui maximise les intérêts des actionnaires ainsi que la valeur des sociétés. Ceci découle de la symbiose et de l'interdépendance qui existe entre les différents investisseurs institutionnels et les sociétés ouvertes. En effet, afin d'être en mesure de remplir leurs obligations envers leurs bénéficiaires, les investisseurs institutionnels dépendent en grande partie de la croissance économique et du bon fonctionnement des sociétés ouvertes. De même, la performance économique des sociétés ouvertes est directement liée à la

¹⁰⁹² Les différents investisseurs institutionnels sont devenus d'importants actionnaires du fait qu'ils regroupent et font fructifier l'épargne accumulée par les individus en planification de leur retraite. En effet, ces sommes sont essentiellement utilisées pour acquérir d'importantes parts dans les sociétés ouvertes, ce qui leur permet de jouer un rôle plus important qu'aucun autre investisseur ne l'a fait auparavant. I. ANABTAWI et L. STOUT, préc., note 77, p. 27 de la version en ligne.

¹⁰⁹³ Même si une partie des investisseurs institutionnels adoptent une attitude passive et se contentent de choisir et de vendre les titres qu'ils détiennent selon leur performance, un nombre de plus en plus important de fonds se sont fait connaître comme des investisseurs actifs faisant pression sur les dirigeants des sociétés en ayant recours à diverses stratégies. R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 6, 952.

stabilité et à la croissance économique des fonds institutionnels puisqu'ils participent de manière importante à leurs opérations de financement¹⁰⁹⁴.

Ainsi, bien que les investisseurs institutionnels doivent toujours faire face à certains obstacles d'ordre légal et contextuel, ils jouent aujourd'hui¹⁰⁹⁵ un rôle important dans le fonctionnement du système de gouvernance canadien et en constituent même une composante essentielle. En effet, dans un contexte où la structure de l'actionnariat est concentrée, les mécanismes de gouvernance traditionnels n'ont pas le même poids notamment parce que l'actionnaire dominant contrôle le processus de nomination des administrateurs et qu'il est en mesure de contrecarrer le pouvoir disciplinaire du marché des prises de contrôle¹⁰⁹⁶.

Dans ce cadre, les investisseurs institutionnels sont appelés à faire contrepoids au pouvoir des dirigeants et des actionnaires dominants. En effet, le rôle des investisseurs institutionnels est multiple et contribue de diverses façons à la toile de mécanismes de surveillance et de contrôle qui limitent les coûts d'agence et l'extraction de bénéfices privés. Notamment, la présence des investisseurs institutionnels participe au bon fonctionnement des mécanismes de gouvernance externes lorsqu'ils s'adressent aux tribunaux afin de protéger les droits des actionnaires minoritaires contre les comportements opportunistes des dirigeants et des actionnaires dominants. De même, l'influence qu'ils exercent sur l'élaboration d'un environnement légal adéquat assure une meilleure protection des droits des actionnaires,

¹⁰⁹⁴ K.L. JOHNSON et F.J. DE GRAAF, préc., note 954, 45.

¹⁰⁹⁵ Ce rôle s'étant bien entendu développé sur plusieurs décennies.

¹⁰⁹⁶ Dans ce cadre, on peut en effet douter du rôle des administrateurs indépendants dans la surveillance des dirigeants afin de limiter les coûts d'opportunisme de ces derniers et des actionnaires dominants qui exercent un pouvoir d'influence indéniable sur les dirigeants (lorsqu'ils ne font pas partie eux-mêmes de la haute direction de la société). De plus, dans ce contexte, la concentration des titres et du droit de vote qu'ils accordent à leurs propriétaires affaiblit également le pouvoir disciplinaire du marché des prises de contrôle puisque les offres qui sont effectuées peuvent dans tous les cas être bloquées par l'actionnaire ou les actionnaires détenant le contrôle. Or, la forte influence qu'exerce l'actionnaire dominant sur l'ensemble des décisions prises au sein de la société entraîne des coûts d'agence, ce qui se traduit par une baisse de la valeur de l'entreprise.

contribuant ainsi à renforcer la confiance qu'ont les investisseurs envers les sociétés ouvertes. De plus, en exerçant leur droit de vote de manière à protéger les intérêts des actionnaires lorsqu'une approbation spéciale des actionnaires minoritaires est nécessaire pour réaliser une opération particulière qui peut donner ouverture à l'extraction de bénéfices privés, ils participent à l'efficacité des mécanismes internes de gouvernance.

Malgré cette conclusion sur la place particulière des investisseurs institutionnels au Canada, la boucle ne serait pas complète si l'on ne pouvait répondre à la question visant à déterminer qui sont ceux qui surveillent les surveillants. Notre réflexion sur ce sujet nous pousse à considérer que la réponse à cette interrogation se trouve dans le statut des actionnaires de contrôle. En effet, au Canada, leur importance et leur influence leur permettent d'assurer non seulement la surveillance et la discipline des dirigeants et administrateurs des sociétés dont ils détiennent les titres, mais également celle des investisseurs institutionnels. En outre, comme ils ne désirent généralement pas se départir de leurs titres à court terme, ils sont peu enclins à favoriser les interventions qui visent une hausse subite de la valeur des actions de la société si cela s'avère néfaste à long terme pour cette dernière.

Nous concevons aisément que ces mécanismes de gouvernance des sociétés ouvertes sont et continueront d'être déficients et, qu'en ce sens, l'activisme des actionnaires institutionnels ne constitue qu'une partie imparfaite de ce réseau de moyens imparfaits qui visent à assurer une meilleure gestion de nos sociétés canadiennes¹⁰⁹⁷. Malgré cela, le maintien d'un certain équilibre entre l'influence que peuvent exercer les investisseurs

¹⁰⁹⁷ En effet, il y a un niveau optimal de pertes résiduelles. Autrement dit,, malgré tous les mécanismes en place et ceux que l'on pourrait ajouter, il faut reconnaître qu'à un certain moment, il est optimal d'avoir une perte résiduelle liée à l'opportunisme, plutôt que d'accroître les coûts sans toutefois améliorer les résultats de manière corrélative. C'est d'ailleurs la question fondamentale que pose la théorie de l'agence à laquelle MacIntosh référerait dans Jeffrey G. MacINTOSH, "The Lessons of Bre-X(?): Some Comments", (1999) 30 *Can. Bus. L.J.* 223.

institutionnels et les actionnaires dominants n'est pas anodin lorsque l'on considère les études¹⁰⁹⁸ qui ont fait état d'un lien entre le développement économique d'un pays et le niveau de protection qui est assuré aux actionnaires des sociétés ouvertes qui sont sur son territoire.

¹⁰⁹⁸ Pensons notamment aux études menées par Yves Bozec, Stéphane ROUSSEAU et Claude Laurin, "Law of Incorporation and Ownership Structure: The Law and Finance Theory Revisited", (2008) 28 *International Review of Law and Economics* 140; Narjess BOUBRAKI, Yves BOZEC, Claude LAURIN, Stéphane ROUSSEAU, "Incorporation Law, Ownership Structure, and Firm Value: Evidence from Canada", (2011) 8 *Journal of Empirical Legal Studies* 358 et R. LA PORTA et al., préc., note 8.

BIBLIOGRAPHIE

LÉGISLATION :

Fédérale :

Loi sur les banques, L.R.C. 1985, c. B-1.

Loi canadienne sur les sociétés par actions, L.R.C. 1985, c. C-44.

Règlement sur les sociétés par actions de régime fédéral (2001),

DORS/2001-512, (2001) 135 Gaz. Can. II, 2683.

Loi sur les sociétés d'assurances, L.C. 1991, c. 47.

Règlement de 1985 sur les normes de prestation de pension,

DORS/87-19.

Provinciale:

Ontario :

Loi de 2006 sur le Régime de retraite des employés municipaux de l'Ontario,
L.O. 2006, c. 2.

Loi sur les régimes de retraite, L.R.O.1990, c. P.8.

Loi sur le régime de retraite des enseignants, L.R.O. 1990, c. T.1.

Québec :

Loi constituant le Fonds de solidarité des travailleurs du Québec, L.R.Q. c.
F-3.2.1.

Loi sur les assurances, L.R.Q., c. A-32.

Loi sur la Caisse de dépôt et placement du Québec, L.R.Q., c. C-2.

Loi sur les compagnies, L.R.Q., c. C-38.

Loi sur les coopératives de services financiers, L.R.Q., c. C-67.3.

*Règlement sur les acquisitions d'actions par certaines coopératives
de services financiers*, (2001) 133 G.O. II, 3574.

*Loi sur le régime de retraite des employés du gouvernement et des
organismes publics*, L.R.Q., c. R-10.

Loi sur les régimes complémentaires de retraite, L.R.Q., c. R-15.1.

Loi sur les sociétés par actions, L.Q. 2009, c. 52.

Règlement sur les propositions d'actionnaires, (2010) 142 G.O. II, 3293.

Loi sur les valeurs mobilières, L.R.Q., c. V-1.1.

Règlement 13-101 sur le système électronique de données, d'analyse et de recherche (SEDAR), en ligne : Autorité des marchés financiers
<<http://www.lautorite.qc.ca/files//pdf/reglementation/valeurs-mobilières/13-101/2011-01-01/2011jan01-13-101-vadmin-fr.pdf>>

Règlement 31-103 sur les obligations et dispenses d'inscription, en ligne : Autorité des marchés financiers
<<http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/valeurs-mobilières/31-103/2009-09-28/2009sept28-31-103-vadmin-fr.pdf>>

Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus et les dispenses d'inscription, en ligne : Autorité des marchés financiers
<<http://www.lautorite.qc.ca/files//pdf/reglementation/valeurs-mobilières/45-106/2011-01-01/2011jan01-45-106-vadmin-fr.pdf>>

Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue, (2005) 22 G.O. II, 2264, en ligne : Autorité des marchés financiers
<http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/reglementation/valeurs-mobilières/autres-reglements-texte-vigueur/information-continue/2008-12-31_51-102fr_final.pdf>

Règlement 52-110 sur le comité d'audit, en ligne : Autorité des marchés financiers
<<http://www.lautorite.qc.ca/files//pdf/reglementation/valeurs-mobilières/52-110/2011-01-01/2011jan01-52-110-vadmin-fr.pdf>>

Règlement 54-101 sur la communication avec les propriétaires véritables des titres d'un émetteur assujetti, en ligne : Autorité des marchés financiers
<<http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/reglementation/valeurs-mobilières/Normes/54-101fr.pdf>>

Règlement 55-104 sur les exigences et dispenses de déclaration d'initié, en ligne : Autorité des marchés financiers
<<http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/reglementation/valeurs-mobilieres/historique/55-104/2010-04-30/100430-55-104fr-vadmin.pdf>>

Avis 55-316 du personnel des Autorités en valeurs mobilières du Canada, *Questions et réponses concernant les déclarations d'initiés et le système électronique de déclaration des initiés*, en ligne : Autorité des marchés financiers
<<http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/valeurs-mobilieres/0-avis-acvm-staff/2010/2010juin11-55-316-acvm-fr.pdf>>

Règlement 54-101 sur la communication avec les propriétaires véritables des titres d'un émetteur assujéti, en ligne : Autorité des marchés financiers
<<http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/valeurs-mobilieres/54-101/2005-06-30/2005juin30-54-101-ig-vadmin-fr.pdf>>

Instruction générale relative au Règlement 54-101 sur la communication avec les propriétaires véritables des titres d'un émetteur assujéti, en ligne : Autorité des marchés financiers
<<http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/reglementation/valeurs-mobilieres/Normes/54-101IGfr.pdf>>

Règlement 58-101 sur l'information concernant les pratiques en matière de gouvernance, en ligne : Autorité des marchés financiers
<<http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/valeurs-mobilieres/58-101/2008-03-17/2008mars17-58-101-vadmin-fr.pdf>>

Règlement 61-101 sur les mesures de protection des porteurs minoritaires lors d'opérations particulières, en ligne : Autorité des marchés financiers
<<http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/valeurs-mobilieres/61-101/2008-02-01/2008fev01-61-101-vadmin-fr.pdf>>

Règlement 62-103 sur le système d'alerte et questions connexes touchant les offres publiques et les déclarations d'initiés, en ligne :

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

Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat, en

ligne : <<http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/valeurs-mobilieres/62-104/2011-01-01/2011jan01-62-104-vadmin-fr.pdf> >

Avis 62-202 relatif aux mesures de défense contre une offre publique d'achat, en ligne : Autorité des marchés financiers

<<http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/valeurs-mobilieres/0-avis-amf/2003/2003juil18-avis62-202-fr.pdf>>

Règlement 81-102 sur les organismes de placement collectif, en

ligne : Autorité des marchés financiers

<<http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/reglementation/valeurs-mobilieres/Normes/81-102fr.pdf>>

Instruction générale relative au Règlement 81-102 sur les organismes de placement collectif, en ligne : Autorité des marchés financiers

<<http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/reglementation/valeurs-mobilieres/Normes/81-102IGfr.pdf>>

Règlement 81-106 sur l'information continue des fonds d'investissement, (2005) 137 G.O. II, 2235.

L'instruction générale relative Règlement 81-106 sur l'information continue des fonds d'investissement, en ligne : Autorité des marchés financiers

<<http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/reglementation/valeurs-mobilieres/Normes/81-106IGfr.pdf>>

Questions fréquemment posées à propos du Règlement 81-106 sur l'information continue des fonds d'investissement – Avis 81-315 du personnel des autorités canadiennes en valeurs mobilières, numéro 47, volume 2 *Bull.A.M.F.*, question G-2, 25 novembre 2005.

Règlement 81-107 sur le comité d'examen indépendant des fonds d'investissement, (2006) 138 G.O.II, 5150.

JURISPRUDENCE :**Colombie-Britannique :**

Armstrong c. Clark, [2002] B.C.J. No. 1009 (S.C.) (QL/LN).

Teck Corp. c. Millar, (1972), [1973] 33 DLR (3d) 288 (BCSC).

Icahn Partners LP c. Lions Gate Entertainment Corp., 2010 BCSEC COM 233, 27 juillet 2010, en ligne BCSC: <<http://www.bcsc.bc.ca/comdoc.nsf/comdoc.nsf/webpolicies/5263638245E4A4718825776D005835BE?OpenDocument>>

Nouvelle-Écosse:

Minas Basin Holdings Ltd. c. Paul Bryant Entreprises Ltd., [2009] N.S.J. N° 82 (S.C.) (QL/LN).

Ontario :

CW Shareholdings, (1998), 39 O.R. (3d) 755 (Gen. Div.).

CC&L Dedicated Enterprise Fund c. Fischerman, (2002) 26 B.L.R. (3d) 281 (Ont. S.C.J.).

Ford Co of Canada c. Ontario Municipal Employees Retirement Board, [2004] O.J. No. 191(S.C.J.), [2006] O.J. No. 27 (C.A.) (QL/LN).

Greenlight Capital Inc. c. Stronach, [2006] O.J. No. 4353 (S.C.J.) (QL/LN).

Greenpeace Foundation of Canada c. Inco Ltd, [1984] O.J. No. 274 (S.C.J.) (QL/LN).

In Re Eugene Melnyk, 18 mai 2007, en ligne : Ontario Securities Commission

<http://www.osc.gov.on.ca/Enforcement/Proceedings/ENR/enr_20070606_melnyk.jsp>

Labatt Brewing Co. c. Trilon Holdings inc., [1998] O.J. No. 3134 (Ct. of J. Gen. Div.) (QL/LN).

Maple Leaf Foods Inc. c. Schneider Corp., (1998) 42 O.R. (3d) 177 (C.A.)

OMERS c. Ford Canada, (2006) 79 O.R. (3d) 81 (C.A.).

Paulson & Co c. Algoma Steel inc., [2006] O.J. No. 36 (S.J.C.) (QL/LN).

Peel Financial Services Ltd. v. Omers Realty Management, (2009) 64 B.L.R. (4th) 120 (Ont.S.C.J.).

Re Hinke (2006) 29 O.S.C.B. 4171.

Re Niagara Wire Weaving Co. Ltd., [1971] O.J. No. 1587 (C.A.) (QL/LN).

Re Robinson, (1996), 19 O.S.C.B. 2643.

Re Sears Canada inc., (2006) 29 O.S.C.B. No. 35, 7062.

Rogers Communications inc. c. MacLean Hunter Ltd, (1994) 2 C.C.L.S. 233 (Ont. Gen. Div.).

UPM-Kymmene Corp. c. UPM-Kymmene Miramichi inc., [2002] O.J. No. 2412 (Sup. Ct of J.), conf. en appel *UPM-Kymmene Corp. c. UPM-Kymmene Maple Leaf inc. c. Schneider Corporation*, (1998), 42 O.R. (3d) 177 (C.A.) (QL/LN).

McEwen c. Goldcorp inc., 2006 CanLII 35985 (Ont. S.C.).

Miramichi inc., [2004] O.J. No. 636 (C.A.) (QL/LN).

Varity Corp. c. Jesuit Fathers of Upper Canada, [1987] 59 O.R. 2d 459 (H.C.J.), appel rejeté [1987] 60 O.R. 2d 640 (C.A.).

Wells c. Melnyk, [2008] O.J. No. 2845 (S.C.J.) (QL/LN).

Québec :

McVety c. Sintra Ltd., [1999] J.Q. No. 5810 (C.S.) (QL/LN).

Michaud c. Banque Nationale du Canada, [1997] R.J.Q. 547, [1997] J.Q. No. 1 (C.S.); Appel refusé [1997] A.Q. No. 14 (C.A.) (QL/LN).

Power Corporation du Canada c. Mouvement d'éducation et de défense des actionnaires (MÉDAC), 2008 QCCS 801.

Raffo c. Tecknor industriels inc., [2000] J.Q. No. 986 (C.S.) (QL/LN).

Canada :

BCE Inc. c. Détenteurs de débentures de 1976, [2008] 3 R.C.S. 560, 2008 CSC 69.

Hercules managements Ltd. c. Ernst & Young, [1997] 2 R.C.S. 165, [1997] A.C.S. No 51.

Kerr c. Danier Leather inc., [2007] 3 R.C.S. 331.

Magasins à rayons Peoples Inc. (Syndic de) c. Wise, [2004] 3 R.C.S. 461, 2004 CSC 68.

Rosetim Investments inc. v. BCE inc., 2010 C.C.S. N° 3393; [2010] S.J. No. 96.

Verdun c. Banque Toronto-Dominion, [1996] 3 R.C.S. 550 (QL/LN).

UPM-Kymmene Corp. c. UPM-Kymmene Miramichi inc., [2002] O.J. No. 2412 (Sup. Ct of J.), conf. en appel *UPM-Kymmene Corp. c. UPM-Kymmene Miramichi inc.*, [2004] O.J. No. 636 (C.A.) (QL/LN).

États-Unis :

Dodge v. Ford Motor Co., 170 N.W. 668, 684 (Mich. 1919).

Jones v. Harris Associates L.P., 130 S. Ct. 1418 (Mar. 30, 2010).

Unocal Corp. c. Mesa Petroleum Co., 493 A. 2d 946, 959 (Del. 1985).

Autres:

Burland c. Earle, [1902] A.C. 38, 94 (P.C.).

Camparo Industries plc. c. Dickman, [1990] 1 All. E.R. 568.

CSX Corporation v. The Children Investment Fund Management (UK) LLP, 08 Civ. 2764, LEXIS 46039 (S.D.N.Y., 2008).

DOCTRINE :

Monographies et ouvrages collectifs:

ARROW, K.J., *The limits of Organization*, New York, W.W. Norton & Co., 1974.

BAINBRIDGE, S.M., *Corporation Law and Economics*, New York, Foundation Press, 2002.

BAINBRIDGE, S.M., *The New Corporate Governance in Theory and Practice*, New York, Oxford University Press, 2008.

BEAUDOIN, L.I., *Le contrat de gestion de portefeuille de valeurs mobilières - Nature juridique, rôle des règles de l'administration du bien d'autrui, obligations des parties*, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 1994.

BEBCHUK, L.A., *Corporate Law and Economic Analysis*, Cambridge, Cambridge University Press, 1990.

BEBCHUK, L.A. et J. FRIEDMAN, *Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Cambridge, Harvard University Press, 2004.

BERLE, A. A. et G. C. MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, New York, MacMillan, 1933.

BINHAMMER, H.H., *Money, Banking and the Canadian Financial System*, 6ième éd., Scarborough (Ont.), Nelson Canada, 1993.

CHEFFINS, B.R., *Company Law, Theory, Structure and Operation*, Oxford, Oxford University Press, 1997.

CLARK, R.C., *Corporate Law*, Boston, Little Brown and Co., 1986.

CRÊTE, R., *The Proxy System in Canadian Corporations: A Critical Analysis*, Montréal, Wilson & Lafleur, 1986.

CRÊTE, R. et S. ROUSSEAU, *Droit des sociétés par actions*, 2^e éd., Montréal, Éditions Thémis, 2008.

DE VAUPLANE, H. et J.-P. BORNET, *Droit des marchés financiers*, 3^e éd., Paris, LITEC, 2001.

FOK KAM, A., *From Conflict to Trust : How Mutual Funds Manage Conflicts of Interest*, FidRisk Collection, Toronto, Carswell, 2009.

FRIEDMAN, D.D., *Law's Order. What Economics Has to Do with Law and Why It Matters*, Princeton, Princeton University Press, 2000, en ligne : David D. Friedman <http://www.daviddfriedman.com/laws_order/>

GORDON, J.N. et M.J. ROE (éd.), *Convergence and Persistence in Corporate Governance*, Cambridge, Cambridge University Press, 2004

HANSELL, C., *Directors and Officers in Canada : Law and Practice*, Toronto, Thomson Carswell, 2004.

HAWLEY, J.P. et A. T. WILLIAMS, *The Rise of Fiduciary Capitalism: How Institutional Investors Can Make Corporate America More Democratic*, Philadelphie, University of Pennsylvania Press, 2000.

HIRSCHMAN, A., *Exit, Voice, and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States*, Cambridge, Harvard University Press, 1970.

JOHNSTON, D. et K.D. ROCKWELL, *Canadian Securities Regulation*, 3^e éd., Toronto, Carswell, 2003.

KRAAKMAN, R. et al., *The Anatomy of Corporate Law – A Comparative and Functional Approach*, New York, Oxford University Press, 2004.

KRAAKMAN, R.R., P. DAVIES, H. HANSMANN, G. HERTIC, K.J. HOPT., H. KANDA et E.B. ROCK, *The Anatomy of Corporate Law – A Comparative and Functional Approach*, 2^e éd., Toronto, Oxford University Press, 2009.

LEDOUX, P., *Le droit de vote des actionnaires*, tome 379, Paris, L.G.D.J., 2002.

LARSEN, J. et P. PURI (dir.), *Corporate Governance and Securities Regulation in the 21st Century*, Markham (Ont.), LexisNexis, 2004.

MACKAAY, E., *L'analyse économique du droit*, Montréal, Éditions Thémis, 2000.

MACKAAY, E. et S. ROUSSEAU, *Analyse économique du droit*, 2^e éd., Montréal, Éditions Thémis, 2008.

MANN, P., *L'action collective – Mobilisation et organisation des minorités actives*, Paris, Armand Colin, 1991.

MANZER, A.R., *The Bank Act Annotated*, Markham (Ont.), Butterworths, 1993.

MARTEL, M. et P. MARTEL, *La compagnie au Québec – Les aspects juridiques*, Vol.1, Éditions 2008, Montréal, Éditions Wilson & Lafleur, Martel Itée, 2008.

McGUINNESS, K.P., *Canadian Business Corporation Law*, 2^e éd., Markham, LexisNexis, 2007.

MORK, R.K. et R.J. DANIELS (dir.), *La prise de décision dans les entreprises au Canada*, Calgary, University of Calgary Press, 1995.

MORCK, R.K. (éd.), *Concentrated Corporate Ownership*, National Bureau of Economic Research, Chicago, University of Chicago Press, 2000.

MORCK, R.K. (éd.), *A History of Corporate Governance Around the World – Family Business Groups to Professional Managers*, Chicago, The University of Chicago Press, 2005.

MORISSETTE, Y.-M. (trad.), *Ronald Coase - Le coût du droit*, Paris, Presse Universitaires de France, 2000.

NACIRI, A. (dir.), *Traité – Gouvernance corporative : Théories et pratiques à travers le monde*, St-Nicolas, Les Presses de l'Université Laval, 2006.

NICHOLLS C. C., *Corporate Finance and Canadian Law*, Scarborough (Ont.), Carswell, 2000.

OLSON, M., *The logic of collective action: public goods and the theory of groups*, 2ème éd., Cambridge, Harvard University Press, 1971.

PARACHKÉVOVA, I., *Le pouvoir de l'investisseur professionnel dans la société cotée*, Paris, L.G.D.J., 2005.

PROULX, O., *Le traitement des porteurs minoritaires dans un contexte transactionnel*, Montréal, Wilson & Lafleur, 2007.

ROMANO, R., *Foundations of Corporate Law*, New York, Foundation Press, 1993.

ROUSSEAU, S., *Analyse de l'émergence de l'activisme des investisseurs institutionnels au sein des compagnies publiques*, Mémoire de maîtrise, Québec, Faculté de droit de l'Université Laval, 1995.

ROUSSEAU, S. et P. DESALLIERS, *Les devoirs des administrateurs lors d'une prise de contrôle*, Montréal, Les Éditions Thémis, 2007.

SUTHERLAND, H, et al., *Fraser & Stuart Company Law of Canada*, 6^e éd., Scarborough, Carswell, 1993.

WELLING, B., *Corporate Law in Canada – The Governing Principles*, 3^e éd., Mudgeeraba (Australie), Scribblers Publishing, 2006.

WEGENAST, F.W., *The Law of Canadian Companies*, Toronto, Burroughs and Company Limited, 1931.

ZIEGEL, J.S., R.J. DANIELS, J.G. MacINTOSH et D.L. JOHNSTON, *Cases and Materials on Partnerships and Canadian Business Corporations*, 3^e éd., vol. 1, Scarborough, Carswell, 1994.

Périodiques :

ADMATI, A.R., P. PFLEIDERER et J. ZECHNER, "Large Shareholder Activism, Risk Sharing, and Financial Market Equilibrium", (1994) 102 *The Journal of Political Economy* 1097.

ADMATI, A.R. et P.C. PFLEIDERER, "The 'Wall Street Walk' and Shareholder Activism: Exit as a Form of Voice", (2009) 22(7) *The Review of Financial Studies* 2445, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=1422416>>

ALCHIAN, A.A., et H. DEMSETZ. "Production, Information Costs, and Economic Organization", (1972) 62 *Am. Econ. Rev.* 777.

ALEXANDER, C.R., M.A. CHEN, D.J. SEPPI et C.S. SPATT, "The Role of Advisory Services in Proxy Voting", (2008) 41 *American Law & Economics Association Paper* 1, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=1434658>>

ALLAIRE, Y. et M. FIRSIROTU, "Hedge Funds as "Activist Shareholders": Passing Phenomenon or Grave-Diggers of Public Corporations?", (janvier 2007) UQAM, Montréal, en ligne : <http://www.igopp.org/fr/Publications/29_Hedge%20Funds%20as%20Activist%20Shareholders-Jan%2029th%202007.pdf>

ALMAZAN, A., J.C. HARTZELL et L.T. STARKS, "Active Institutional Shareholders and Costs of Monitoring: Evidence from Executive Compensation", (Hiver 2005) *Financial Management* 5, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=500262>>

ANABTAWI, I., "Some Skepticism about Increasing Shareholder Power", (2006) 53 *UCLA L.Rev.* 1, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=783044>>

ANABTAWI, I et L. STOUT, "Fiduciary Duties for Activist Shareholders", (2008) 60 *Stan. L.Rev.* 1255, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=1089606>>

ANAND A.I., "The Regulation of Auditors after Enron", dans ANAND A.I. et W. F. FLANAGAN (dir.), *Conflicts of Interest in Capital Market Structures, Queen's Annual Business Law Symposium 2003*, Kingston, Queen's Annual Business Law Symposium, 2004, p. 197.

ARMOUR, J. et D. A. SKEEL, "Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why? – The peculiar Divergence of U.S. and U.K. Takeover Regulation", (2007) 95 *Geo. L. J.* 1727.

ASHRAF, R., N. JAYARAMAN et H.E. RYAN, "Do Pension-Related Business Ties Influence Mutual Fund Proxy Voting? Evidence from Shareholder Proposals on Executive Compensation", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* (à paraître), 23 novembre 2009, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=1351966>>

BAINBRIDGE, S.M., "Constraints on Shareholder Activism in the United States and Slovenia", 15 mai 2000, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=228780>>

BAINBRIDGE, S.M., "Director Primacy and Shareholder Disempowerment", (2006) 119 *Harv. L.Rev.* 1735, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=808584>>

BAINBRIDGE, S.M., "Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance", (2003) 97 *Nw U.L.Rev.* 547, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=300860>>

BAINBRIDGE, S.M., "Investor Activism: Reshaping the Playing Field?", (14 mai 2008) UCLA School of Law, *Law & Economics Research Paper No. 08-12*, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=1130969>>

BAINBRIDGE, S.M., "Is 'Say on Pay' Justified?", (2009) 32(1) *Regulation* 42, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=1452761>>

BAINBRIDGE, S.M., "Shareholder Activism and Institutional Investors", (2005) UCLA School of Law, *Law & Economics Research Paper No. 05-20*, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=796227>>

BAINBRIDGE, S.M., "The Board of Directors as a Nexus of Contracts", (2002-2003) 88 *Iowa L. Rev.* 1.

BAINBRIDGE, S.M., "The Case for Limited Shareholder Voting Rights", (2006) 53 *UCLA Law Review* 601, en ligne :
<<http://ssrn.com/abstract=887789>>

BAINBRIDGE, S.M., "Schumer's Shareholder Bill of Rights Act of 2009: The Say on Pay Component", 12 mai 2009, ProfessorBainbridge.com, en ligne :
<<http://www.professorbainbridge.com/professorbainbridgecom/2009/05/schumers-shareholder-bill-of-rights-act-of-2009-the-say-on-pay-component.html>>

BAINBRIDGE, S.M., "Why a Board? Group Decision making in Corporate Governance" (2002) 55 *Vanderbilt L. Rev.* 1, en ligne :
<<http://ssrn.com/abstract=266683>>

BAIRD, D.G. et R.K. RASMUSSEN, "The Prime Directive", (2007) 75 *University of Cincinnati L. Rev.* 921, en ligne :
<<http://ssrn.com/abstract=978837>>

Lucian A. BEBCHUK, "A Rent-Protection Theory of Corporate Control", juillet 1999, National Bureau of Economic Research (NBER), Working Paper No. 7203; Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 260, en ligne :
<<http://ssrn.com/abstract=168990>>

BEBCHUK, L.A., "Letting Shareholders Set the Rules", (2006) 119 *Harv. L.Rev.* 1784, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=891823>>

BEBCHUK, L.A., "The Case for Increasing Shareholder Power", (2005) 118 *Harv. L. Rev.* 833, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=631344>>

BEBCHUK, L.A., "The Case for Shareholder Access to the Ballot", (2003) 59 *Bus. Law.* 43, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=426951>>

BEBCHUK, L.A., "The Myth of the Shareholder Franchise", (2007) 93 *Virginia Law Review* 675, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=952078>>

BEBCHUK, L.A. et A. COHEN, "The costs of entrenched boards", (2005) 78 *Journal of Financial Economics* 409.

BEBCHUK, L.A., A. COHEN et A. FERRELL, "What Matters in Corporate Governance?", (2009) 22 *Review of Financial Studies* 783, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=593423>>

BECHT, M., J. FRANKS, C. MAYER et S. ROSSI, "Returns to Shareholder Activism – Evidence from a Clinical Study of the Hermes U.K. Focus Fund", (2009) 22 *Review of Financial Studies* 3093, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=934712>>

BECKER, B., D. BERGSTRESSER et G. SUBRAMANIAN, "Does Shareholder Proxy Access Improve Firm Value? Evidence from the Business Roundtable Challenge", (22 novembre 2010) Harvard Business School Finance Working Paper No. 11-052; Harvard Business School NOM Unit Working Paper No. 11-052; Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 685, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=1695666>>

BELINFANTI, T.C., "The Proxy Advisory & Corporate Governance Industry: The Case for Increased Oversight and Control", (2009) 14 *Stan.J.Law.Bus. & Fin.* 384, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=1557744>>

BETHEL, J.E. et S.L. GILLAN, "The Impact of the Institutional and Regulatory Environment on Shareholder Voting", (2002) 31 *Financial Management* 29, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=354820>>

BHAGAT, S. et B.S. BLACK, "The Uncertain Relationship between Board Composition and Firm Performance", (1999) 54 *Business Lawyer* 921.

BLACK, B.S., "Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice", (1991-1992) 39 *UCLA L. Rev.* 811.

BLACK, B. S., "Shareholder Passivity Reexamined", (1991) 89 *Mich. L. Rev.* 520.

BLACK, B.S., "The Value of Institutional Investor Monitoring: The Empirical Evidence", (1991-92) *UCLA L. Rev.* 895.

BLAIR, M.M. et L.A. STOUT, "A Team Production Theory of Corporate Law", (1999) 85 *Va. L. Rev.* 247.

BLAIR, M.M. et L.A. STOUT, "Director Accountability and the Mediating Role of the Corporate Board", (2001) 79 *Washington University Law Quarterly* 403, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=266622>>

BOATRIGHT, J.R., "Fiduciary Duties and the Shareholder-Management Relation: Or, What's so Special About Shareholders?", (1994) 4 *Business Ethics Quarterly* 393.

BOIVIN, C.J., « La nouvelle Loi sur les banques (Projet de loi C-19) », dans Service de la formation permanente, Barreau du Québec, *Développements récents en droit bancaire (1991)*, Éditions Yvon Blais, Cowansville, 1991, p. 99.

BOUBRAKI, N., Y. BOZEC, C. LAURIN et S. ROUSSEAU, "Incorporation Law, Ownership Structure, and Firm Value: Evidence from Canada", (2011) 8 *Journal of Empirical Legal Studies* 358.

BOYSON, N.M. et R.M. MOORADIAN, "Hedge Funds as Shareholder Activists from 1994-2005", 31 juillet 2007, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=992739>>

BOYSON, N.M. et R.M. MOORADIAN, "Intense Hedge Fund Activists", 23 février 2010, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=1571728>>

BOYSON, N.M. et R.M. MOORADIAN, "Know When to Hold 'Em, and Know When to Fold 'Em: The Success of Frequent Hedge Fund Activist", 15 mars 2011, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=1787649>>

BOZEC, Y., « Concentration de l'actionnariat, séparation des droits de vote et des droits de propriété et gestion des bénéfices : Une étude empirique canadienne, (2008) 25 *Rev. can. des sciences de l'administration* 67.

BOZEC, Y. et R. BOZEC, "Ownership Concentration and Corporate Governance Practices : Substitution or Expropriation Effects?", (2007) 24 *Can. J. Adm. Sci.* 182.

BOZEC, Y., S. ROUSSEAU et C. LAURIN, "Law of Incorporation and Ownership Structure: The Law and Finance Theory Revisited", (2008) 28 *International Review of Law and Economics* 140.

BOZEC, Y., S. ROUSSEAU et C. LAURIN, « L'incidence de l'environnement juridique sur la structure de propriété des sociétés canadiennes cotées : la théorie juridico-financière revisitée », (30 mars 2006) Chaire en droit des

affaires et du commerce international, Document de travail 2006-01, en ligne : <http://www.droitdesaffaires.org/pdf/incidence_environnement.pdf>

BRATTON, W.W., "Hedge Funds and Governance Targets", (2007) 95 *Geo. L.J.* 1375, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=928689>>

BRATTON, W.W., "Hedge Funds and Governance Targets: Long Term-Result", (septembre 2010) University of Pennsylvania Institute for Law & Economics Research Paper No. 10-17, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=1677517>>

BRATTON, W.W. et M.L. WACHTER, "Shareholder Primacy's Corporatist Origins: Adolf Berle and *The Modern Corporation*", (2008) 34 *J. Corp. L.* 99, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=1021273>>

BRAV A., W. JIANG, R. THOMAS et F. PARTNOY, "Hedge Funds Activism, Corporate Governance, and Firm Performance", (2008) 63 *J. Fin.* 1729, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=948907>>

BRAV A., W. JIANG, H. KIM, "Hedge Fund Activism : A Review", (2009) 4 *Foundations and Trends in Finance* 185, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=1551953>>

BRIGGS, T.W., "Corporate Governance and the New Hedge Fund Activism: An Empirical Analysis", (2007) 32 *Journal of Corporation Law* 681, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=911072>>

BROOKS, S., "The State as Financier: A Comparison of the Caisse de dépôt et placement du Québec and Alberta Heritage Savings Trust Fund", [1987] 13 *Canadian Public Policy* 318.

BROWN, D.H.A., « La gouvernance corporative au Canada », dans NACIRI, A. (dir.), *Traité – Gouvernance Corporative : Théories et pratiques à travers le monde*, St-Nicolas, Les Presses de l'Université Laval, 2006, p. 175.

BRUDNEY, V., “Corporate Governance, Agency Costs, and the Rhetoric of Contract”, (1985) 85 *Colum. L.Rev.* 1403.

BUCKLEY, F.H., “The Canadian Keiretsu”, (1997) 9 *Journal of Applied Corporate Finance* 46.

BURKART, M. et S. LEE, “The One Share – One vote Debate: A Theoretical Perspective”, (2008) 12 *Review of Finance* 1, en ligne : <www.ssrn.com/abstract_id=987486>

BUTLER, H.N., “The Contractual Theory of the Corporation”, (1989) 11 *Geo. Mason U.L.Rev.* 99.

CAI, J., J.L. GARNER et R.A. WALKLING, “Electing Directors”, (2009) 64-5 *Journal of Finance* 2389, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=1101924>>

CAI, J. et R.A. WALKLING, “Shareholders’ Say on Pay : Does It Create Value?”, (2011) 46 *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 299, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=1030925>>

CALMÈS C., “Regulatory Changes and Financial Structure: The Case of Canada”, (juillet 2004) document de travail 2004-26, en ligne : Banque du Canada <<http://www.bankofcanada.ca/fr/res/wp/2004/wp04-26.pdf>>

CAMARA, K.A.D., “Classifying Institutional Investors”, (2004-2005) 30 *J.Corp.L.* 219.

CHAPMAN, J.J., "Institutional Activism: Current Trends and Emerging Legal Issues", (2007) 44 *Rev. can. d. comm.* 327.

CHARREAUX, G.J., "Au-delà de l'approche juridico-financière: le rôle cognitif des actionnaires et ses conséquences sur l'analyse de la structure de propriété et de la gouvernance", (juillet 2002) Université de Bourgogne - Fargo Working Paper No. 020701, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=486502> or doi:10.2139/ssrn.486502>

CHEFFINS, B.R., "An Economic Analysis of the Oppression Remedy: Working Towards a More Coherent Picture of Corporate Law", (1990) 40 *U. Toronto L.J.* 775.

CHEFFINS, B.R., "The Stewardship Code's Achilles' Heel", (2010) 73(6) *Modern Law Review* 1004, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=1696695>>

CHEFFINS, B.R. et R.S. THOMAS, "Should Shareholders Have a Greater Say Over Executive Pay?: Learning from the U.S. Experience", (2001) 1 *J. Corp. L. Stud.* 277, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=268992>>

CHÊNEVERT, D., « La rémunération des dirigeants et la performance organisationnelle : présence ou absence de lien? », (février 2001) Centre de recherché en gestion, Document de travail 05-2001, en ligne : <<http://neumann.hec.ca/pages/denis.chenevert/05-2001.pdf>>

CHENG, C.S.A., H.H. HUANG, G.J. LOBO et Y. Li, , "Institutional Monitoring Through Shareholder Litigation", (2010) 95 *Journal of Financial Economics* 356, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=930532>>

CHOWDHURY, S.D. et E.Z. WANG, "Institutional Activism Types and CEO Compensation: A Time-Series Analysis of Large Canadian Corporations", (2009) 35 *Journal of Management* 5.

CHOI, S.J., J.E. FISCH et M. KAHAN, "Director Elections and the Influence of Proxy Advisors", (mai 2008) NYU Law and Economics Research Paper No. 08-22; 3rd Annual Conference on Empirical Legal Studies Papers, Fordham Law Legal Studies Research Paper No. 1127282, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=1127282>>

CHOI, S.J., J.E. FISCH et M. KAHAN, "The Power of Proxy Advisors: Myth or Reality?", (2010) 59 *Emory Law Journal* 869; University of Penn, Institute for Law & Economics Research Paper No. 10-24, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=1694535>>

CHOWDHURY, S.D. et E.Z. WANG, "Institutional Activism Types and CEO Compensation: A Time-Series Analysis of Large Canadian Corporations", (2009) 35 *Journal of Management* 5.

CHRISTOFFERSEN, S.E.K., C. GECZY et al., "Vote Trading and Information Aggregation", (2007) 62 *Journal of Finance* 2897, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=686026>>

CLARK, C.C., "The Four Stages of Capitalism: Reflections on Investment Management Treatises", (1980-81) 94 *Harv. L. Rev.* 561.

CLEMENTI, G.L. et T.F. COOLEY, "Executive Compensation Facts", (octobre 2009) NBER Working Paper Series No. 89.2010, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=1666822>>

CLIFFORD, C.P., "Value Creation or Destruction? Hedge Funds as Shareholder Activists", (2008) 14 *Journal of Corporate Finance* 323, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=971018>>

COASE, R.H., "The Nature of the Firm", (1937) 16 (n.s.) *Economica* 386.

COFFEE, J.C., "A Theory of Corporate Scandals: Why the U.S. and Europe Differ", (2005) 21 *Oxford Review of Economic Policy* 198, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=694581>>

COFFEE, J.C., "Liquidity vs. Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor", (1991) 91 *Colum. L. Rev.* 1277.

CONARD, A.F., "Beyond Managerialism: Investor Capitalism?", (1988) 22 *U. Mich. J.L. Reform* 117.

COTTER, J., A. PALMITER et R. THOMAS, "The Effect of ISS Recommendations on Mutual Fund Voting", (2010) 55 *Villanova Law Review* 1, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=1477564>>

COX, J.D. et R.S. THOMAS, "Does the Plaintiff Matter? an Empirical Analysis of Lead Plaintiffs in Securities Class Actions", (2005) 106 *Columbia Law Review* 1587; en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=783948>>

CRÊTE, R., « L'affaire Michaud : la voix d'un "simple actionnaire" », (1998) 39 *C. de D.* 135.

CRÊTE, R., « La rémunération excessive des dirigeants d'entreprise et le contrôle judiciaire comme instrument de gouvernance », (2004) 45 *C. de D.* 409.

CRÊTE R., J. BÉDARD et S. ROUSSEAU, « Les vérificateurs et la fiabilité de l'information financière : Les messages de l'environnement institutionnel et juridique », (2004) 45 *C. de D.* 219.

CRÊTE, R. avec la collaboration de P. McSWEENEY, « Les vérificateurs après la tempête financière : un regard particulier sur un nouveau régime de responsabilité civile destiné aux investisseurs du marché secondaire des valeurs mobilières », (2005) 35 *R.G.D.* 207.

CRÊTE, R et S. ROUSSEAU, « De la passivité à l'activisme des investisseurs institutionnels au sein des corporations : le reflet de la diversité des facteurs d'influence », (1997) 42 *R. D. McGill* 863.

CUMMING, D. et N DAI, "Hedge Fund Regulation and Misreported Returns", (2010) 16 *European Financial Management* 829, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=1029195>>

CUNNINGHAM, L.A., "Behavioral Finance and Investor Governance", (2002) 59 *Washington & Lee Law Review* 767, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=255778>>

DALLAS, L.L., "Developments in U.S. Boards of Directors and the Multiple Roles of Corporate Boards", dans SARRA, J. (éd.), *Corporate Governance in Global Capital Market*, Vancouver, UBC Press, p. 191, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=417242>>

DALLAS, L.L., "The Control and Conflict of Interest Voting System", (1992-1993) 71 *N.C.L.Rev.* 1.

DANIELS, R.J. et E.M. IACOBUCCI, "Some of the Causes and Consequences of Corporate Ownership Concentration in Canada", dans

R.K. MORCK (éd.), *Concentrated Corporate Ownership*, National Bureau of Economic Research, Chicago, University of Chicago Press, 2000, p. 81.

DANIELS, R.J. et R. MORCK, « Le défi posé par la régie des sociétés au Canada », dans R.J. DANIELS et R. MORCK (dir.), *La prise de décision dans les entreprises au Canada*, Documents de recherche d'Industrie Canada, Calgary, University Press of Calgary, 1995, p. 3.

DANIELS, R.J. et P. HALPERN, "Too Close for Comfort: The Role of the Closely Held Public Corporation in the Canadian Economy and the Implications for Public Policy", (1995) 26 *Can. Bus. L.J.* 11.

DAVID, P., R. KOCHHAR et E. LEVITAS, "The Effect of Institutional Investors on the Level and Mix of CEO compensation", (1998) 41 *Academy of Management Journal* 200.

DAVIS, S., J. LUKOMNIK, D. PITT-WATSON, "Active Shareowner Stewardship: A New Paradigm for Capitalism", (2009) 2(2) *Rotman International Journal of Pension Management* 10.

DEL GUERCIO, D.G., L.J. SEERY et T. WOITKE, "Do Boards Pay Attention When Institutional Investors 'Just Vote No'? : CEO and Director Turnover Associated with Shareholder Activism", (2008) 90 *Journal of Financial Economics* 84.

DeMOTT, D.A., "Shareholders as Principals", (juin 2001) Duke Law School Public Law and Legal Theory Working Paper Series No. 15, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=275049>>

DENT, G.W., "The Essential Unity of Shareholders and the Myth of Investor Short-Termism", (2010) 35 *Delaware Journal of Corporate Law* 97, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=1435400>>

DHIR, A.A., "Realigning the Corporate Building Blocks: Shareholder Proposals as a Vehicle for Achieving Corporate Social and Human Rights Accountability", (2006) 43 *Am. Bus. L.J.* 365.

DOMBALAGIAN, O.H., "Can Borrowing Shares Vindicate Shareholder Primacy?", (2009) 42 *U. C. Davis L. Rev.* 1231.

EASTERBROOK, F.H., et D.R. FISCHER, "The Corporate Contract", (1989) 89 *Colum. L. Rev.* 1416.

EASTERBROOK, F.H., et D.R. FISCHER, "Voting in Corporate Law", (1983) 26 *J. L. & Econ.* 395.

EASTERBROOK, F.H., et D.R. FISCHER, "The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer", (1981) 94 *Harv. L.Rev.* 1161.

EASTERBROOK, F.H., et D.R. FISCHER, "Takeover Bids, Defensive Tactics and Shareholders' Welfare", (1981) 36 *Bus. Law.* 1733.

EASTERBROOK, F.H. et G. JARRELL, "Do Targets Gain from Defeating Tender Offers?", (1984) 59 *N.Y.U.L.Rev.* 277.

EHRHARDT, O. et E. NOWAK, "Private Benefits and Minority Shareholder Expropriation (or What Exactly Are Private Benefits of Control)", juin 2003, EFA Annual Conference Paper No 809, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=423506>>

EISENBERG, M.A., "The Structure of Corporation Law", (1989) *Colum. L.Rev.* 1461.

EISENHARDT, K.M., "Agency Theory: An Assessment and Review", (1989) *14 Academy of Management Review* 57.

ENRIQUES, L. et P. VOLPIN, "Corporate Governance Reforms in Continental Europe", (2007) *21 Journal of Economic Perspectives* 117.

ERTIMUR, Y., F. FERRI et S.R. STUBBEN, "Board of Directors' Responsiveness to Shareholders: Evidence from Shareholder Proposals", (2010) *16 J. Corp. Fin.* 53, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=816264>>

FALEYE, O., "Classified boards and long-term value creation", (2005) *83 Journal of Financial Economics* 501.

FAMA, E.F., "Agency Problems and the Theory of the Firm", (1980) *88 Journal of Political Economy* 288.

FAMA, E.F. et M.C. JENSEN, "Separation of Ownership and Control", (1983) *26 J. L. & Econ.* 301, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=94034>>

FERRI, F., "Low-Cost Shareholder Activism: A Review of the Evidence", décembre 2010, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=1718495>>

FISCHER, K et N. KHOURY, "The Impact of Ethical Rating on Canadian Security Performance: Portfolio Management and Corporate Governance Implications", Université du Québec à Montréal, Faculté de gestion, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=664663>>

FISCHER, P.E., J.D. GRAMLICH, B.P. MILLER et H.D. WHITE, "Investor Perceptions of Board Performance: Evidence from Uncontested Director Elections", (2009) 48 *Journal of Accounting and Economics* 172, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=928843>>

FOERSTER, S.R. et B.C. HUEN, "Does Corporate Governance Matter to Canadian Investors?", (2004) 17(3) *Canadian Investment Review* 19, en ligne : <<http://www.investmentreview.com/files/2009/12/CIRFall04Governance1.pdf>>

FRYDMAN, C. et D. JENTER, "CEO Compensation", (2010) 2 *Annual Review of Financial Economics* 75, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=1582232>>

GABAIX, X. et A. LANDIER, "Why Has CEO Pay Increased So Much?", (2008) 123 *Quarterly Journal of Economics* 49, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=901826>>

GILLAN, S.L. et L.T. STARKS, "Corporate Governance Proposals and Shareholder Activism: The Role of Institutional Investors", (2000) 57 *Journal of Financial Economics* 275.

GILLAN, S.L. et L.T. STARKS, "The Evolution of Shareholder Activism in the United States", (2007) 19 *Journal of Applied Corporate Finance* 55, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=959670>>

GILSON R.J. et J.N. GORDON, "Controlling Controlling Shareholders", (2003-2004) 152 *U. Pa. L.Rev.* 785, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=417181>>

GOFORTH, C., "Proxy Reform as a Means of Increasing Shareholder Participation in Corporate Governance: Too Little, But Not Too Late", (1994) *43 Am. U. L. Rev.* 379.

GOODPASTER, K.E., "Business Ethics and Stakeholder Analysis", [1991] *1 Business Ethics Quarterly* 53.

GORDON, J.N., "Shareholder Initiative: A Social Choice and Game Theoretic Approach to Corporate Law", (1992) *60 U. Cin. L. Rev.* 347.

GREENWOOD, D.J.H., "The Dividend Puzzle: Are Shares Entitled to the Residual?", [2006] *32 The Journal of Corporation Law* 103, en ligne : <http://ssrn.com/abstract=799144>

GROSSMAN, S.J. et O.D. HART, "Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation", [1980] *11 Bell Journal of Economics* 42.

GROVER, W.M.H. et J.C. BAILLIE, « Exigences en matière de divulgation », dans CANADA, *Avant-projet d'une loi canadienne sur le marché des valeurs mobilières*, vol. 2, Ottawa, Consommation et corporations Canada, 1979, p. 395.

GRUNDFEST, J.A., "Advice and consent: An alternative mechanism for shareholder participation in the nomination and election of corporate directors", dans *Shareholder Access to the Corporate Ballot*, BEBCHUK, L. (éd.), Cambridge Harvard University Press, 2005, en ligne : <http://ssrn.com/abstract=481021>

GRUNDFEST, J.A., "Measurement Issues In the Proxy Access Debate", (18 janvier 2010) Stanford Law School and The Rock Center for Corporate

Governance, Working Paper No. 71, en ligne :
<<http://ssrn.com/abstract=1538630>>

GUNTHORPE, D.L., "A Quantitative Analysis of the Impact of Unethical Behaviour by Publicly Traded Corporations", (1997) *Journal of Business Ethics* 16.

HANSMANN, H. et R. KRAAKMAN, "The End of History for Corporate Law", dans J.N. GORDON et M.J. ROE (éd.), *Convergence and Persistence in Corporate Governance*, Cambridge, Cambridge University Press, 2004, p. 33; (2001) 89 *Geo. L. Rev.* 439.

HARRIS, M. et A. RAVIV, "Control of Corporate Decision : Shareholders vs. Management", (2010) 23 *Review of Financial Studies* 4115, en ligne :
<<http://ssrn.com/abstract=965559>>

HART, O.D., "The Market Mechanism as an Incentive Scheme", [1983] 14 *Bell Journal of Economics* 366.

HAÜSERMANN, D.M., "Shareholder Committees in the United States and Switzerland: Blind Alley or Vital Branch in the Evolution of Corporate Governance?", 24 avril 2011, University of St. Gallen Law & Economics Working Paper No. 2011-07, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=1850566>>

HAY, C.T., "Restricted Shares in Ontario", (1988) 14 *Can. Bus. L.J.* 257.

HEINRICH, R.P., "Complementarities in Corporate Governance: Ownership Concentration, Capital Structure, Monitoring and Pecuniary Incentives", février 2000, Kiel Working Paper No. 968, en ligne :
<<http://ssrn.com/abstract=216389>>

HOLDERNESS, C.G., et D.P. SHEEHAN, "Constraints on Large-Block Shareholders", dans MORK, R.K. (éd.), *Concentrated Corporate Ownership*, National Bureau of Economic Research, Chicago, University of Chicago Press, 2000, p. 139.

HU, H.T.C. et B. BLACK, "Empty Voting and Hidden Ownership: Taxonomy, Implications, and Reforms", (2006) 61 *Business Lawyer* 1011, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=887183>>

HU, H.T.C. et B. BLACK, "Hedge Funds, Insiders, and Empty Voting: Decoupling of Economic and Voting Ownership in Public Companies", (2007) 13 *Journal of Corporate Finance* 343, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=874098>>

HU, H.T.C. et B. BLACK, "The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership", (2006) 79 *So. Cal. L. Rev.* 811.

IACOBUCCI, E.M., "The Effects of Disclosure on Executive Compensation", (1998) 48 *U.T.L.J.* 489.

ILLIG, R.C., "The Promise of Hedge Fund Governance: How Incentive Compensation Can Stimulate Institutional Investor Monitoring", (2008) 60 *Alabama Law Review* 225, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=1393926>>

JANSSON, S., "Second Thoughts about Outside Managers", (juillet 1987) *Institutional Investor* 137.

JARRELL, G.A., "The Wealth Effects of Litigation by Targets: Do Interests Diverge in a Merge?", (1985) 28 *J.L. & Econ.* 151.

JENSEN, M.C., "Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function", (2001) 14 *Journal of Applied Corporate Finance* 8; en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=220671>>

JENSEN, M.C. et W.H. MECKLING, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", (1976) 3 *Journal of Financial Economics* 305; en ligne : <<http://www.sfu.ca/~wainwrig/Econ400/jensen-meckling.pdf>>

JIRAPORN, P. et P. CHINTRAKARN, "Staggered Boards, Managerial Entrenchment, and Dividend Policy", (2009) 36 *Journal of Financial Services Research* 1, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=1368384>>

JIRAPORN, P. et Y. LIU, "Capital Structure, Staggered Boards, and Firm Value", *Financial Analysts Journal* (à paraître), en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=1024618>>

JOHNSON K.L. et F.J. de GRAAF, "Modernizing Pension Fund Legal Standards for the Twenty-Fist Century", (2009) 2-1 *Rotman International Journal of Pension Management* 44.

JOHNSON, L.D., et W.W. YU, "An Analysis of the Use of Derivatives by the Canadian Mutual Fund Industry", (2004) 23 *Journal of International Money and Finance* 947.

JOHNSON, S., R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES et A. SHLEIFER, "Tunnelling", janvier 2000, Harvard Institute of Economic Research Paper No. 1887, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=204868>>

JORDAN, C., "The Chameleon Effect: Beyond the Bonding Hypothesis for Cross-listed Securities", (2006) 3 *NYU J. Law & Bus.* 37.

KAHAN, M. et E.B. ROCK, "Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control", (2007) 155 *U. Pa L. Rev.* 1021, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=919881>>

KAHAN, M. et E.B. ROCK, "The Hanging Chads of Corporate Voting", (2008) 96 *Geo. L. Rev.* 1227; en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=1007065>>

KANJI, N., "Buisness (Mis) Judgment: Corporate Governance and the Role of Courts and Securities Regulators in Reviewing Target Defensive Tactics", dans PURI, P. et J. LARSEN, *Corporate Governance and Securities Regulation in the 21st Century*, LexisNexis, Marham, 2004, p. 217

KARMEL, R.S., "Should a Duty to the Corporation Be Imposed on Institutional Shareholder?", (2004) 60 *Bus. Law* 1.

KARMEL, R.S., "Voting Power Without Responsibility or Risk – How Should Proxy Reform Adress the Decoupling of Economic and Voting Rights?", (2010) 55 *Vill. L. Rev.* 93, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=1397224>>

KARPOFF, J.M., "The Impact of Shareholder Activism on Target Companies: A Survey of Empirical Findings", (août 2001) Working Paper University of Washington, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=885365>>

KEAY, A., "Shareholder Primacy: Can it Survive? Should it Survive?", (2010) 7 *European Company and Financial L. Rev.* 369, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=1498065>>

KHAN, R., R. DHARWADKAR et P. BRANDES, "Institutional Ownership and CEO Compensation: A longitudinal examination", (2005) 58 *Journal of Business Research* 1078.

KILKA, M. et M. WEBER, "Home Bias in International Stock Return Expectation", (1997) *Journal of Psychology and Financial Markets* 176.

KING, M.R. et P. MAIER, "Hedge Funds and Financial Stability: The State of the Debate", Discussion Paper 2007-9, en ligne : <<http://www.bankofcanada.ca/en/res/dp/2007/dp07-9.pdf>>

KING, M.R., et É. SANTOR, "Valeurs familiales : structure de l'actionariat, rentabilité et structure du capital des entreprises canadiennes", (juin 2008) *Revue du système financier* 95, en ligne : <http://www.bankofcanada.ca/fr/rsf/2008/rsf_0608.pdf>

KLASSEN, R.D. et C. P. McLAUGHLIN, "The Impact of Environmental Management on Firm Performance", (1996) 8 *Management Science* 42.

KLEIN, A. et E. ZUR, "Entrepreneurial Shareholder Activism: Hedge Funds and Other Private Investors", (2009) 64 *Journal of Finance* 187, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=913362>>

KLEIN, A. et E. ZUR, "Hedge Fund Activism", (octobre 2006) *Stern School of Business, New York University* 3.

KING, M.R. et E. SANTOR, « Valeurs familiales: structure de l'actionariat, rentabilité et structure du capital des entreprises canadiennes », (juin 2008) *Revue du système financier* 95.

KING, M.R. et D. SEGAL, "The Long-Term Effects of Cross-Listing, Investor Recognition, and Ownership Structure Valuation", (2009) 22 *Review of Financial Studies* 2393, en ligne : <<http://www.bankofcanada.ca/en/res/wp/2006/wp06-44.pdf>>

LABELLE, R. et S. ROUSSEAU, « Réglementation financière, éthique et gouvernance », (printemps 2007) 32 *Revue internationale de gestion* 39.

LA PORTA, R. et al., “Investor Protection and Corporate Governance”, (2000) 58 *J. Fin. Econ.* 3.

LA PORTA, R. et al., “Law and Finance”, (1998) 106 *Journal of Political Economy* 1113.

LARSEN, J., “Institutional Investors, Corporate Governance and Proxy Voting Disclosure”, dans LARSEN, J. et P. PURI (dir.), *Corporate Governance and Securities Regulation in the 21st Century*, Markham (Ontario), LexisNexis, 2004, p. 181.

LATHAM & WATKINS, “Empty Voting” and Other Fault Lines Undermining Shareholder Democracy: The New Hunting Ground for Hedge Funds”, avril 2007, en ligne : http://www.lw.com/upload/pubContent/_pdf/pub1878_1.Commentary.Empty.Voting.pdf

LEE, I.B., “Corporate Law and the Role of Corporations in Society: Monism, Pluralism, Markets and Politics”, (2006) 85 *R du B. can.* 1.

LEE, I.B., “Efficiency and Ethics in the Debate About Shareholder Primacy”, (2006) 31 *Del. J. Corp. L.* 533.

LEE, I.B., “Peoples Department Stores v. Wise and the “Best Interests of the Corporation””, (2005) 41 *Can. Bus. L.J.* 212.

LEUZ, C. et P. WYSOCKI, “Capital-Market Effects of Corporate Disclosure Regulation”, GROUPE DE TRAVAIL POUR LA MODERNISATION DE LA

RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA, *Le Canada s'engage*, vol. 2, p. 181, en ligne : http://www.tfmsl.ca/docs/Volume2_en.pdf

LIPTON, M. et S. A. ROSENBLUM, "Election Contests In the Company's Proxy: An Idea Whose Time Has Not Come", (2003-2004) 59 *Bus. Law.* 67.

LISTOKIN, Y, "Management Always Wins the Close Ones", (2008) 10(2) *American Law and Economics Review* 159, en ligne : <http://ssrn.com/abstract=1318090>

MACEY, J.R., "An Economic Analysis of the Various Rationales for Making Shareholders the Exclusive Beneficiaries of Corporate Fiduciary Duties", (1992) 21 *Stetson L. Rev.* 23.

MacINTOSH, J.G., "Institutional Shareholders and Corporate Governance in Canada", (1995-1996) 26 *Can.Bus.L.J.* 145.

MacINTOSH, J.G., "The Lessons of Bre-X(?): Some Comments", (1999) 30 *Can. Bus. L.J.* 223.

MacINTOSH, J.G., "The Puzzle of Shareholder Fiduciary Duty", (1991) 19 *Can.Bus.L.J.* 86.

MacINTOSH, J.G., "The Role of Institutional and Retail Investors in Canadian Capital Markets", (1993) 31 *Osgoode Hall L. J.* 371.

MacINTOSH, J.G., "The Shareholders' Appraisal Right in Canada: A critical Appraisal", (1986) 31 *Osgoode Hall L. J.* 201.

MacINTOSH, J.G. et L.P. SCHWARTZ, « Les investisseurs institutionnels et les actionnaires dominants contribuent-ils à faire augmenter la valeur de l'entreprise? », dans *La prise de décision dans les entreprises au Canada*, Document de recherche d'Industrie Canada, Ministère des approvisionnements et services Canada, 1995, p. 357.

MAGNAN, M., S. ST-ONGE et Y. CALLOC'H, "Power Games", (1999) 63(3) *Ivey Business Journal* 38.

MARTIN, S.P. et F.S. PARTNOY, "Encumbered Shares", [2005] *University of Illinois L. Rev.* 775, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=621323>>

MARTIN, K.J. et T.S. RANDALL, "The Effect of Shareholder Proposals on Executive Compensation", (1999) 67 *U. Cin. L. Rev.* 1021, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=160188>>

McADAMS, R.H., "The Origin, Development, and Regulation of Norms", (1995) 96 *Mich. L.R.* 338.

McCONNELL, J.J. et H. SERVAES, "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value", (1990) 27 *J.Fin.Econ.* 595.

McCONVILL, J., et M. BAGARIC, "Towards Mandatory Shareholder Committees in Australian Companies", (2004) 28 *Melb. U. L. Rev.* 125.

MIETZNER, M., et D. SCHWEIZER, "Hedge Funds vs. Private Equity Funds as Shareholder Activists – Differences in Value Creation", septembre 2007, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=1015714>>

MIRVIS T.N., P.K. ROWE et W. SAVITT, "Bebchuk's "Case for Increasing Shareholder Power": An Opposition", (2007) 121 *Harv. L. Rev.* 43.

MITCHELL, D.T., "Shareholders as Proxies: The Contours of Shareholder Democracy", (2006) 63 *Washington and Lee Law Review* 1503, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=1017645>>

MONTGOMERY, K.E., "Market Shift – The role of institutional Investors in Corporate Governance", (1996) 26 *Can. Bus. L.J.* 189.

MORGAN, A. et J. WOLF, "Approval of Shareholder-sponsored Proposals: Evidence from Canada", (2007) 16 *International Review of Financial Analysis* 136.

MORGAN, A., A. POULSEN, J. WOLF et T. YANG, "Mutual Funds as Monitors: Evidence from Mutual Fund Voting", (2011) 17 *Journal of Corporate Finance* 914; en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=1431072>>

MORCK, R.K., "Introduction to "Concentrated Corporate Ownership"", dans MORCK, R.K. (éd.), *Concentrated Corporate Ownership*, National Bureau of Economic Research, Chicago, University of Chicago Press, 2000, p. 1.

MORROW, S.B., "Proxy Contests and Shareholder Meetings", (2003) 36 *U.B.C.L.Rev.* 483.

NATHAN, C., "Empty Voting and Other Fault Lines Undermining Shareholder Democracy: The New Hunting Ground for Hedge Funds", avril 2007, en ligne : <http://www.lw.com/upload/pubContent/_pdf/pub1689_1.pdf>

NENOVA, T., "The Value of Corporate Votes and Control Benefits: A Cross-country Analysis", (2003) 68 *Journal of Financial Economics* 325, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=237809>>

NICHOLLS, C.C., "The Outside Director: Policeman or Policebo?", (2003) 38 *Can. Bus. L.J.* 323.

PAGANO, M., et al., "The Geography of Equity Listing : Why Do Companies List Abroad?", (2002) 52 *Journal of Finance* 2651.

PARRINO, R., R.W. SIAS et L.T. STARKS, "Voting with their Feet: Institutional Ownership Changes Around CEO Turnovers", (2003) 68 *Journal of Financial Economics* 3, en ligne : <<http://jfe.rochester.edu/02094.pdf>>

PARTNOY, F.S. et R.S. THOMAS, "Gap Filling, Hedge Funds, and Financial Innovation", dans FUCHITA, Y. et R.E. LITAN (éd.), *BROOKINGS-NOMURA PAPERS ON FINANCIAL SERVICES*, Brookings Institution Press, 2007; en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=931254>>

PATRY, M. et M. POITEVIN, « Pourquoi les investisseurs institutionnels ne sont pas de meilleurs actionnaires? », dans R.J. DANIELS et R. MORCK, *La prise de décision dans les entreprises au Canada*, Calgary, University of Calgary Press, 1995, p. 401.

PERINO, M.A., "Institutional Activism Through Litigation: An Empirical Analysis of Public Pension Fund Participation in Securities class Action", (octobre 2006) St. John's Legal Studies Research Paper No. 06-0055, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=938722>>

PERREAULT, C., K. BOURGEOIS et J. BOUTHILLER, « L'accès à l'information des administrateurs et des actionnaires du Québec », dans Services de la formation continue, Barreau du Québec, vol. 231, *Développements récents sur les abus de droit (2005)*, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 2005, p. 199.

POUND, J.J., "Proxy Contests and the Efficiency of Shareholder Oversight", (1988) 20 *J.Fin. Econ.* 237.

RAMSAY, I.M., "Directors and Officers' Remuneration: The Role of the Law", [1993] *J.B.L.* 351.

RAMSAY, I.M. et M. BLAIR, "Ownership Concentration, Institutional Investment and Corporate Governance: An Empirical Investigation of 100 Australian Companies", (1993-94) 19 *Melb. U.L.Rev.* 153.

RANDALL, S.T. et F. PARTNOY, "Gap Filling, Hedge Funds, and Financial Innovation", (octobre 2006) BROOKINGS-NOMURA PAPERS ON FINANCIAL SERVICES, Yasuki Fuchita et Robert E. Litan (éd.), Brookings Institution Press, 2007, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=931254>>

.RAO, P.S. et C.R. LEE SING, « Les structures de régie, la prise de décision et le rendement des entreprises en Amérique de Nord », dans R.J. DANIELS et R. MORCK (dir.), *La prise de décision dans les entreprises au Canada*, Documents de recherche d'Industrie Canada, Calgary, University Press of Calgary, 1995, p. 53.

RÉMILLARD, J.L., « Banques et caisses populaires: rétrospective sur la réforme bancaire et étude comparé », dans Service de la formation permanente, Barreau du Québec, *Développements récents en droit bancaire (1991)*, Éditions Yvon Blais, Cowansville, 1991, p. 187.

ROCK, E.B., "The Logic and (Uncertain) Significance of Institutional Shareholder Activism", (1991) 79 *Geo. L.J.* 445.

ROCK, E.B., H. KANDA et R. KRAAKMAN, "Significant Corporate Actions", dans R.R. KRAAKMAN, P. DAVIES, H. HANSMANN, G. HERTIC, K.J.

HOPT. H. KANDA et E.B. ROCK, *The Anatomy of Corporate Law – A Comparative and Functional Approach*, Oxford University Press, 2004, p. 131.

RODRIGUES, U., “Let the Money Do the Governing: The Case for Reuniting Ownership and Control”, (2004) 9 *Stan. J. L. Bus. & Fin.* 254.

ROE, M.J., “Legal Restraints on Ownership and Control of Public Companies”, (1990) 27 *J. Fin. Econ.* 7.

ROMANO, R., “Does Confidential Proxy Voting Matter?”, (2003) 32 *J. of Legal Studies* 465.

ROMANO, R., “Less is More: Making Institutional Investor Activism a Valuable Mechanism of Corporate Governance”, (2001) 18 *Yale J. on Reg.* 174.

ROMANO, R., “Public Pension Fund Activism in Corporate Governance Reconsidered”, (1993) 93 *Colum. L. Rev.* 795.

ROMANO, R., “The Shareholder Suit: Litigation Without Foundation?”, (1991) 7 *J. L. Econ. & Org.* 55.

ROMANO, S.A., “The Early Warning System – Some Thoughts”, (1995) 18 *O.S.C.B.* 890.

ROSE, P., “Common Agency and the Public Corporation”, (2010) 63 *Vanderbilt L.Rev.* 1355, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=1470086>>

ROSE, P., "Regulating Shareholder Influence: A Disclosure-Based Approach", (8 septembre 2009), Ohio State Public Law Working Paper No. 117, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=1470086>>

ROTH, C.W., "Concentration of Ownership and the Composition of the Board: An Examination of Canadian Publicly-listed Corporations", 1996) 26 *Can. Bus.L.J.* 226.

ROTHERBERG, B.G. et S.B. LILIEEN, "Mutual Fund Proxy Votes", février 2005, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=669161>>

ROUSSEAU, S., "Canadian Corporate Governance Reform: In Search of a Regulatory Role for Corporate Law", dans J. SARRA (éd.), *Corporate Governance in Global Capital Markets*, Vancouver, UBC Press, 2003, p. 3.

ROUSSEAU, S. et B. GAUTHIER, « Le devoir de loyauté de l'administrateur désigné par un investisseur institutionnel », dans Service de la formation continue, Barreau du Québec, *Développements récents en litige commercial (2007)*, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 2007, p. 33.

ROUSSEAU, S., « Le rôle des tribunaux et du conseil d'administration dans la gouvernance des sociétés ouvertes : Réflexion sur la règle du jugement d'affaires », (2004) 45 *C.de D.* 469.

ROUSSEAU, S. et A. TALBOT, « Lost in Translation? La réforme de la gouvernance d'entreprise au Canada : réalité ou faux-semblants? », dans Jean-L. NAVARRO et G. LEFEBVRE, *L'acculturation en droit des affaires*, Montréal, Éditions Thémis, 2007, p. 79.

SARRA, J., "Oversight, Hindsight, and Foresight: Canadian Corporate Governance through the Lens of Global Capital Market", dans J. SARRA

(éd.), *Corporate Governance in Global Capital Markets*, Vancouver, UBC Press, 2003, p. 40.

SARRA, J., "Shareholders as Winners and Losers Under the Amended Canada Business Corporations Act", (2003) 39 *Can. Bus. L.J.* 52.

SARRA, J., "The Corporation as Symphony: Are Shareholders First Violin or Second Fiddle?", (2003) 36 *U.B.C.L. Rev.* 403.

SCHLIMM, D., L. MEZZETTI et B.S. SHARFMAN, "Corporate Governance and the Impact on it Imposed by a Controlling Shareholder", (2010) 18 *Corporate Governance Advisor* 1, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=1494429>>

SCHOUTEN, M.C., "The Mechanisms of Voting Efficiency", [2010] 3 *Columbia Bus. L. Rev.* 763, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=1658397>>

SCHOUTEN, M.C. et M.M. SIEMS, "The Evolution of Ownership Disclosure Rules Across Countries", (2010) 33 *Journal of Corporate Law Studies* 451, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=1434144>>

SHARFMAN, B.S., "When Shareholder Primacy Does Not Apply", 31 janvier 2010, en ligne : < <http://ssrn.com/abstract=1518597>>

SKEEL, D.A., "Shaming in Corporate Law", (2000-2001) 149 *U.Pa.L.Rev.* 1811.

SJOSTROM, W.K. et Y.S. KIM, "Majority Voting for the Election of Directors", (2007) 40 *Connecticut L. Rev.* 459.

SMITH, D.G., "The Shareholder Primacy Norm", (1998) 23 *J. Corp. L.* 277.

STEVENS, D., "The Regulation of Takeovers and the Idea of the Corporation", dans *Les sociétés par actions à la croisée des chemins*, Conférences commémoratives Meredith, Montréal, Faculté de droit, Université McGill, 1995, p. 371.

ST-ONGE, S., M. MAGNAN et Y. CALLOC'H, "Conseils d'administration et rémunération des dirigeants d'entreprise au Canada: Une perspective politique", (2001) 18(2) *Revue canadienne des sciences de l'administration* 57.

STOUT, L. A., "Bad and not so Bad Arguments for Shareholder Primacy", (2001-2002) 75 *S. Cal. L. Rev.* 1189.

STRINE, L.E., "Toward a True Corporate Republic: A Traditionalist Response to Lucian's Solution for Improving Corporate America", (2003) 118 *Harvard L.Rev.* 833, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=883720>>

TAUB, J.S., "Able but Not Willing: The Failure of Mutual Fund Advisers to Advocate for Shareholders' Rights", (2009) 34 *J.Corp. L.* 843, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=1066831>>

THOMAS, R.S. et J.F. COTTER, "Shareholder Proposals in the New Millennium: Shareholder Support, Board Response, and Market Reaction", (2007) 13 *Journal of Corporate Finance* 368.

THOMAS, R.S. et J.F. COTTER, "Shareholder Proposals Post-Enron: What's Changed, What's the Same?", 15 décembre 2005 <<http://www.claremontmckenna.edu/fei/events/2006sec/papers/Thomas.pdf>>

THOMAS, R.S. et K. MARTIN, "Should Labor Be Allowed to Make Shareholder Proposals?", (1998) 73 *Washington L.R.* 41.

THOMPSON, R.B. et R.S. THOMAS, "Shareholder Litigation: Reexamining the Balance Between Litigation Agency Costs and Management Agency Costs", 2002, *Vanderbilt Law and Economics Research Paper No 02-10*, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=336162>>

TUCH, A., "SEC Grants No-Action Relief to Activist Shareholders", 19 avril 2009, The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, en ligne : <<http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2009/04/19/sec-grants-no-action-relief-to-activist-shareholders/>>

TURGEON, J. « Les mesures défensives du conseil d'administration face à une offre publique d'achat », dans CRÊTE, R. (dir.), *Les mesures défensives en matière d'offres publiques d'achat au Canada*, Cowansville, Les Éditions Yvon Blais, p. 123.

VAN DER ELST, C., "Law and Economics of Shareholder Rights and Ownership Structures: How Trivial are Shareholder Rights for Shareholders?", (janvier 2010) Ghent University, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=1553094>>

VELAMURI, S.R. et S. VENKATARAMAN, "Why Shareholder and Stakeholder Theories are not Necessarily Contradictory : A Knightian Insight", (2005) 61 *Journal of Business Ethics* 249, en ligne: <<http://ssrn.com/abstract=875810>>

VELASCO, J., "Taking Shareholder Rights Seriously", (2007) 41 *U.C.Davis L.Rev.* 607, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=917793>>

WAITZER, E., "Defeating Short-Termism: Why Pension Funds Must Lead", (automne 2009) 2 *Rotman International Journal of Pension Management* 4.

WALTON, N., "On the Optimal Allocation of Power Between Shareholders and Managers", (août 2010) USC CLEO Research Paper No. C10-12; USC Law Legal Studies Paper No. 10-13, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=1654165>>

WONG, S.C.Y., "Why Stewardship is Proving Elusive for Institutional Investors", (juillet/août 2010) *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law* 406, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=1635662>>

WRUCK, K.H., "Equity Ownership Concentration and Firm Value: Evidence from Private Equity Financings", (1989) 23 *J. Fin. Econ.* 3.

YALDEN, R., "Concentrated Control, Institutional Investors and Shareholder Responsibilities", (1995-1996) 26 *Can.Bus.L.J.* 86.

YANG, J., E. WANG et Y. AN, "An Empirical Analysis of Canadian Shareholder Proposals", 20 juillet 2009, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=1510248>>

YARON, G., "Acting like Owners: Proxy Voting, Corporate Engagement and the Fiduciary Responsibility of Pension Trustees", 28 juin 2005, en ligne : <<http://www.share.ca/files/Acting%20Like%20Owners.pdf>>

YARON, G., "Canadian Institutional Shareholder Activism in an Era of Global Deregulation", dans Janis SARRA (éd.), *Corporate Governance in Global Capital Markets*, Vancouver, UBC Press, 2003, p. 111.

YERMACK, D., "Shareholder Voting and Corporate Governance", (2010) 2 *Annual Review of Financial Economics* 103, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=1523562>>

ZAJAK, E.J. et J.D. WESTPHAL, "Accounting for the Explanations of CEO Compensation : Substance and Symbolism", (1995) 40 *Administrative Science Quarterly* 283.

Rapports, études et bulletins:

ASSEMBLÉE NATIONALE DU QUÉBEC, Commission des finances publiques, *Les fonds communs de placement : La protection des épargnants au Québec*, Document de consultation, mars 2006, en ligne : <<http://www.assnat.qc.ca/fra/37legislature2/commissions/CFP/epargnants/epargnants.pdf>>

ASSEMBLÉE NATIONALE DU QUÉBEC, Travaux parlementaires entourant l'adoption du projet de loi No 126, *Loi sur les coopératives de services financiers*, 36^{ième} législature, 1^{re} session (du 2 mars 1999 au 9 mars 2001), en ligne : <<http://www.assnat.qc.ca/fr/travaux-parlementaires/assemblee-nationale/36-1/journal-debats/20000601/9357.html#000601098>>

CLARKSON CENTER FOR BOARD EFFECTIVENESS, "Trend Watch: How are Directors Elected?", en ligne : <<http://clarksoncentre.wordpress.com/2010/10/>>

CANADIAN COALITION FOR GOOD GOVERNANCE, *Brief to Standing Committee on Industry, Science and Technology Re: Five Year Review of CBCA*, Février 2010, en ligne : <http://www.ccgg.ca/site/ccgg/assets/pdf/Brief_to_Standing_Committee.pdf>

CANADIAN COALITION FOR GOOD GOVERNANCE, *Best Practices in Executive Compensation Related Information 2009*, décembre 2009, en

ligne :
 <http://www.ccg.ca/site/ccgg/assets/pdf/Best_Practices_in_Executive_Compensation_Related_Information_2009.pdf>

CANADIAN COALITION FOR GOOD GOVERNANCE, *Shareholder Democracy Study*, juin 2011, en ligne :
 <http://www.ccg.ca/site/ccgg/assets/pdf/Shareholder_Democracy_Study_June_2011.pdf>

CRAWFORD, P., (dir.), *Five-Year Review Committee – Draft Report*, mai 2002, en ligne :
 <http://www.osc.gov.on.ca/Regulation/FiveYearReview/fyr_20020529_5yr-draft-report.pdf>

COMITÉ SÉNATORIAL PERMANENT DES BANQUES ET DU COMMERCE, Michael KIRBY, président, *Les pratiques de régie interne des investisseurs institutionnels*, Novembre 1998, 36^e législature, 1^{re} session, 16^{ième} rapport, en ligne :
 <[http://parl.gc.ca/36/1/parlbus/commbus/senate/com-f/bank-f/rep-f/rep16nov98-f.htm#TABLE DES MATIÈRES](http://parl.gc.ca/36/1/parlbus/commbus/senate/com-f/bank-f/rep-f/rep16nov98-f.htm#TABLE%20DES%20MATIÈRES)>

DANIELS, R.J. et R. MORCK (dir.), *La prise de décision dans les entreprises au Canada*, Documents de recherche d'Industrie Canada, Calgary, University Press of Calgary, 1995.

GROUPE DE TRAVAIL SUR LES FONDIS DE COUVERTURE, *Analyse de la réglementation des "fonds de couverture"*, 18 mai 2005, en ligne :
 <http://sdocs.iiroc.ca/French/Documents/2005/38BC8DB0-8A53-4B2C-B9B2-8A000C821123_fr.pdf>

GROUPE DE TRAVAIL POUR LA MODERNISATION DE LA RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA, *Le Canada s'engage*, vol. 2, en ligne : <http://www.tfmsl.ca/docs/Volume2_en.pdf>

GROUPE DE TRAVAIL POUR LA MODERNISATION DE LA RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES AU CANADA, *Le Canada s'engage*, vol. 3, en ligne : <http://www.tfmsl.ca/docs/Volume3_en.pdf>

HANSELL, C., M. CONNELLY, M. DISNEY et al., *The Quality of the Shareholder Vote in Canada*, Discussion Paper, 22 octobre 2010, en ligne : <<http://www.dwpv.com/shareholdervoting/>>

HUTCHINSON, M., *The Promotion of Active Shareholdership for Corporate Social Responsibility in Canada*, novembre 1996, en ligne : <<http://www.jantziresearch.com/sites/default/files/SHAREholdership.pdf>>

INSTITUT SUR LA GOUVERNANCE DES ORGANISATIONS PUBLIQUES ET PRIVÉES, *Droit de vote et citoyenneté dans l'entreprise ouverte : Une proposition*, Document de politique #2, novembre 2006, en ligne : <http://www.igopp.ca/fr/News/13_Allaire-Politique%20.pdf>

INSTITUT DE LA STATISTIQUE DU QUÉBEC, *Bulletin Fonds communs de placement au Québec*, 30 mai 2008, en ligne : <http://www.stat.gouv.qc.ca/publications/inst_financieres/pdf_bulletins/fonds_comm01_2008.pdf>

INSTITUT DE LA STATISTIQUE DU QUÉBEC, *Bulletin Fonds communs de placement au Québec*, septembre 2010, en ligne :

<http://www.stat.gouv.qc.ca/publications/inst_financieres/pdf_bulletins/fonds_comm02_2010.pdf>

McGOVERN, J. et G. OSTOICH, "Hedge Fund Industry in Canada", 8 juin 2005, en ligne : <http://www.aima-canada.org/doc_bin/AIMA%20Canada%20senate%20of%20Canada%20Briefing.pdf>

MOUVEMENT D'ÉDUCATION ET DE DÉFENSE DES ACTIONNAIRES, CHAMPOUX-PAILLÉ, L., *Les propositions d'actionnaires - Un droit des actionnaires et un pilier de saine gouvernance*, 15 janvier 2010, Les éditions du MÉDAC, en ligne : <<http://www.giref.uqam.ca/pdf/Etude-Louise-C.Paille-Prop.Actionnaires.pdf>>

O'NEILL, L. et J. COOK, *Proxy Voting by Canadian Mutual Funds, 2006-2009, A Survey of Management and Shareholder Resolutions*, en ligne : <http://www.share.ca/files/SHARE_Mutual_Fund_Voting_Report_2010.pdf?utm_source=SHARE+Email&utm_campaign=3fe9251c93-MFSurvey&utm_medium=email>

ORGANISATION DE COOPÉRATION ET DE DÉVELOPPEMENT ÉCONOMIQUES, *Principes de gouvernement d'entreprise de l'OCDE*, 2004, en ligne : <<http://www.oecd.org/dataoecd/32/19/31652074.PDF>>

PESANDO, J.E., *An Economic Analysis of Government Investment Corporations, with Attention to the Caisse de Dépôt et Placement du Québec and the Alberta Heritage Fund, Discussion Paper no 277*, mars 1985.

Report of the Attorney General's Committee on Securities Legislation in Ontario, Toronto, Queen's Printer, 1965 (le rapport Kimber).

SHARE, *Enquête sur les votes clés par procuration- 2009*, 2010, en ligne : http://www.share.ca/files/SHARE_proxy_2009_French.pdf

STATISTIQUE CANADA, *Tableau 280-0002 : Caisse de retraite en fiducie, valeurs comptable et marchandise de l'actif, selon le secteur public et privé, trimestriel (dollars)*, CANSIM, E-STAT, en ligne : www.estat.statcan.ca

STROMBERG, G., *Regulatory Strategies for the Mid-90s – Recommendations for Regulating Investment Funds in Canada*, Commission de valeurs mobilières de l'Ontario, janvier 1995.

Technical Committee of the International Organisation of Securities Commissions, *Final Report – The Regulatory Environment for Hedge Funds, A Survey and Comparison*, novembre 2006, en ligne : <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD226.pdf> >

Technical Committee of the International Organisation of Securities Commissions, *Principles for the Valuation of Hedge Fund Portfolios - Final Report*, novembre 2007, en ligne : <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD253.pdf>

Articles de journaux:

LADURANTAYE, S., “Funds take greater role as activist shareholders”, 30 juin 2009, *Globe and Mail*, en ligne : <http://www.theglobeandmail.com/globe-investor/funds-take-greater-role-as-activist-shareholders/article1200022/>>

McFARLAND, J., “Mutual Funds Take on More Activist Role as Investors », *Globe and Mail*, 27 septembre 2010, en ligne : <http://www.theglobeandmail.com/globe-investor/funds-and->

etfs/funds/mutual-funds-take-on-more-activist-role-as-investors/article1727230/>

McFARLAND, J., "Shareholders Urge Early Adoption of New TSX Takeover Rules", *Globe and Mail*, 25 septembre 2009.

SHECTER, B., "Large Pensions Engage in Rare Fight over Board Vote", *Financial Post*, 27 avril 2011, en ligne : <<http://business.financialpost.com/2011/04/27/pensions-take-on-board-at-annual-meeting/>>

VALLIÈRES, M., « Les actionnaires forcent un vote sur la paie des dirigeants », *La Presse Affaires*, mercredi 11 mars 2009, p. 5.