

Les bénéfices et les coûts de l'activisme actionnarial

*Julie BIRON**

Costs and benefits of shareholder activism

Los beneficios y costos del activismo accionarial

Custos e benefícios do ativismo acionário

股东行动主义的成本与收益

Résumé

L'importance accrue du rôle disciplinaire assumé par les actionnaires (surtout les actionnaires institutionnels), ainsi que l'intérêt manifesté envers leur influence, a poussé les régulateurs à s'intéresser davantage à la place de ces derniers. Notamment, cette attention nouvelle, ainsi que les pressions exercées par des investisseurs institutionnels ont poussé certaines sociétés à modifier leurs pratiques en matière de gouvernance afin qu'elles reflètent mieux cette nouvelle réalité. Par ailleurs, l'influence des investisseurs institutionnels a entraîné plusieurs changements aux règles encadrant le fonctionnement interne des sociétés. Malgré la valeur apparente d'un plus grand activisme actionnarial, il s'avère nécessaire de se questionner sur sa pertinence dans le paysage canadien. C'est à cet exercice que

Abstract

The increasing importance of the disciplinary role assumed by shareholders (especially institutional shareholders) and the growing interest in their influence have prompted regulators to pay closer attention to both phenomena. Notably, in response to this new attention from regulators and pressure from institutional investors, some companies have been prompted to modify their governance practices. In addition, the influence of institutional investors has led to several changes in the rules governing the internal operations of companies. Despite the apparent value of heightened shareholder activism, its relevance in the Canadian business landscape merits further examination. This is the task we have undertaken in order to be in a position to take an informed look at the influence of

* Professeure à la Faculté de droit de l'Université de Montréal.

nous nous prêtons afin d'être à même de porter un regard éclairé sur l'influence des actionnaires et sur leur contribution aux mécanismes de gouvernance existants.

Resumen

La importancia creciente del rol disciplinario asumido por los accionistas (en especial de los accionistas institucionales), así como el interés manifestado hacia su influencia, ha llevado a los reguladores a interesarse más por el lugar de estos últimos. En particular, esta nueva atención, como las presiones ejercidas por los inversionistas institucionales han llevado a algunas empresas a modificar sus prácticas en materia de gobernanza con el fin de que reflejen mejor esta nueva realidad. Por otra parte, la influencia de los inversionistas institucionales ha provocado varios cambios a las reglas que rigen el funcionamiento interno de las empresas. A pesar del valor aparente de un mayor activismo accionarial, se hace necesario cuestionarse sobre su pertinencia en el panorama canadiense. Este ejercicio nos permitirá tener una visión clara sobre la influencia de los accionistas y su contribución a los mecanismos de gobernanza existentes.

摘要

股东（特别是法人股东）所担任的纪律角色愈发重要，对其影响力的关注也愈发密切，从而促使调控部门更加关注股东的地位。这一新的关注动向，以及法人股东的施压，促使某些公司开始修改自身的治理方式以迎合这一新情势。此外，在机构投资人的影响下，公司内部运转机制的规则已出现变动。尽管更加积极的股东行动具有明显的价值，但仍然有必要对加拿大背景下的股东行动主义的适切性进行考察，在此基础上，我们可以进一步明确该策略对股东的影响以及对现存公司治理机制的积极贡献。

shareholders and their contribution to existing governance mechanisms.

Resumo

A crescente importância do papel disciplinador assumido pelos acionistas (especialmente acionistas institucionais) e o interesse manifestado pela sua influência levou os reguladores a prestar maior atenção aos dois fenômenos. Notadamente, algumas companhias foram conduzidas a modificar suas práticas de governança em resposta a este novo foco de atenção e à pressão dos investidores institucionais. Ademais, a influência de investidores institucionais determinou várias mudanças nas regras que governam as operações internas das companhias. Apesar do valor aparente de um alto ativismo acionário, sua relevância no cenário canadense merece um exame aprofundado. É a este exercício que nos dispomos, com vistas a criar condição para um olhar esclarecido sobre a influência dos acionistas e sua contribuição para os mecanismos de governança existentes.

Plan de l'article

Introduction	821
I. Pourquoi les actionnaires détiennent-ils le droit de vote?	822
II. Quelques problèmes liés à l'exercice du droit de vote	829
A. Le double chapeau des investisseurs institutionnels	832
B. Les firmes offrant des services de conseil en matière d'exercice du vote par le biais d'une procuration.....	835
C. La vision court-termiste des investisseurs institutionnels	840
Conclusion.....	843

Les législateurs à travers le monde reconnaissent l'importance de la surveillance et du contrôle que peuvent exercer les actionnaires sur le pouvoir décisionnel des administrateurs des sociétés dans les cas où ils ne s'acquittent pas de leurs obligations de manière satisfaisante¹. Si pendant plusieurs années, l'influence des actionnaires s'est manifestée principalement par l'exercice de leur droit de vote à l'occasion de l'élection non contestée des administrateurs, les choses ont beaucoup changé.

L'importance accrue du rôle disciplinaire assumé par les actionnaires (surtout les actionnaires institutionnels²), ainsi que l'intérêt manifesté à l'égard de leur influence auprès des dirigeants des sociétés, a poussé les différents régulateurs à s'intéresser davantage à la place de ces derniers. Notamment, cette attention nouvelle, ainsi que les pressions exercées par des investisseurs institutionnels ont poussé certaines sociétés à modifier leurs pratiques en matière de gouvernance³ afin qu'elles reflètent mieux

¹ 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, Oxford University Press, 2004, p. 1, à la page 2.

² L'expression «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. 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 fondations : ORGANISATION DE COOPÉRATION ET DE DÉVELOPPEMENT ÉCONOMIQUES, *Basic Characteristics and Information on Institutional Investors in OECD Countries*, 24 février 1997 ; Hubert de VAUPLANE et Jean-Pierre BORNET, *Droit des marchés financiers*, 3^e éd., Paris, Éditions LITEC, 2001, p. 332 ; Katherine E. MONTGOMERY, «Market Shift – The Role of Institutional Investors in Corporate Governance», (1996) 26 *Can. Bus. L.J.* 189.

³ 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 discrétionnaire. 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 adéquat. Voir : Gérard CHARREAUX, *Le gouvernement des entreprises*, coll. «Recherche en Gestion», Paris, Éditions Economica, 1997, p. 1 ; Andrei SCHLEIFER 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>> (consulté le 15 janvier 2015). 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

cette nouvelle réalité. Par ailleurs, l'influence des investisseurs institutionnels a amené plusieurs changements aux règles applicables aux sociétés⁴.

Malgré la valeur apparente d'un plus grand activisme actionnarial⁵, il s'avère nécessaire de se questionner sur sa pertinence dans le paysage canadien. Afin de porter un regard éclairé sur l'influence des actionnaires et leur contribution aux mécanismes de gouvernance existants, nous nous attarderons dans un premier temps aux justifications théoriques de cette attribution particulière de pouvoirs. Cet examen devrait nous fournir les outils nous permettant de mieux appréhender le phénomène de l'activisme actionnarial au Canada et de mettre en exergue les avantages et les coûts de l'influence exercée par ces derniers.

I. Pourquoi les actionnaires détiennent-ils le droit de vote?

Selon la théorie de l'agence⁶, en conférant la gestion des activités de la société à des personnes qualifiées, les actionnaires créent une séparation

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. Voir: Ronald J. DANIELS et Edward M. IACOBUCCI, « Some of the Causes and Consequences of Corporate Ownership Concentration in Canada », dans Randall K. MORCK (dir.), *Concentrated Corporate Ownership*, Chicago, University of Chicago Press, 2000, p. 81, aux pages 83 et 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.

⁴ À titre d'illustration de ceci, nous pouvons penser aux changements apportés par la Bourse de Toronto aux règles encadrant le processus de nomination des administrateurs.

⁵ Voir notamment: Lucian A. BEBCHUK, « Letting Shareholders Set the Rules », (2006) 119 *Harv. L.Rev.* 1784, en ligne: <<http://ssrn.com/abstract=891823>> (consulté le 15 janvier 2015); Lucian A. BEBCHUK, « The Case for Increasing Shareholder Power », (2005) 118 *Harv. L. Rev.* 833, en ligne: <<http://ssrn.com/abstract=631344>> (consulté le 15 janvier 2015).

⁶ 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 R. KRAAKMAN *et al.*, préc., note 1, p. 21; Michael C. JENSEN et William H. MECKLING, « Theory of the Firm: Managerial

fonctionnelle au sein de cette dernière qui permet la création d'une relation d'agence⁷. Si cette spécialisation des fonctions⁸ permet aux 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 tâche⁹, elle donne également ouverture à un risque d'opportunisme qui s'explique notamment par la présence d'intérêts divergents¹⁰.

Behavior, Agency Costs and Ownership Structure», (1976) 3 *Journal of Financial Economics* 305, 308, en ligne : <<http://www.sfu.ca/~wainwrig/Econ400/jensen-meckling.pdf>> (consulté le 15 janvier 2015) 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 : Ejan MACKAAY et Stéphane ROUSSEAU, *Analyse économique du droit*, 2^e éd., Montréal, Éditions Thémis, 2008, p. 493 et 494.

⁷ 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 », (2003-04) 9 *Stan. J.L. Bus. & Fin.* 254, 258; Frank H. EASTERBROOK et Daniel R. FISHEL, « Voting in Corporate Law », (1983) 26 *J. L. & Econ.* 395; Bernard S. BLACK, « Shareholder Passivity Reexamined », (1991) 89 *Mich. L. Rev.* 520; Eugene F. FAMA et 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 6, p. 494.

⁸ Théorie 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 : Adolf A. BERLE et Gardiner C. MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, New York, Éditions MacMillan, 1933.

⁹ En effet, tel que le soulignent les professeurs 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 : E. MACKAAY et S. ROUSSEAU, préc., note 6, p. 493.

¹⁰ Cette vision, qui est à la base de la théorie des coûts d'agence et qui possède une influence indéniable sur le droit corporatif tel qu'on le connaît, prend sa source dans les travaux d'A.A. BERLE et G.C. MEANS, préc., note 8, p. 6; d'autres auteurs se sont par la suite penchés sur cette question. Voir notamment : M.C. JENSEN et W.H. MECKLING,

Dans un environnement où l'actionnariat est dispersé¹¹, les stratégies opportunistes sont rendues possibles par la position qu'occupent les administrateurs et les dirigeants (les agents) qui leur permet d'obtenir de l'information à laquelle les actionnaires (ou commettant) n'ont pas accès. L'existence de cette asymétrie informationnelle complexifie la surveillance des actionnaires qui peuvent plus difficilement s'assurer que le mandat de gestion des affaires de la société est réellement exécuté dans leurs intérêts¹².

Ce contexte permet aux dirigeants d'agir de manière opportuniste en diminuant la qualité de leur performance ou en s'appropriant indûment des ressources entraînant des conséquences sur la rentabilité de la société. En raison de ce détournement de valeurs et des coûts de surveillance que doivent supporter les actionnaires pour s'assurer d'une meilleure exécution des obligations des membres de la direction de la société, la valeur des services rendus est réduite¹³. Ces comportements opportunistes s'expliquent par ailleurs du fait que les dirigeants ne possèdent pas le même intérêt économique dans la société que les actionnaires et conséquemment qu'ils ne supportent pas pleinement les coûts et les risques qui se rattachent à leurs décisions. Cela justifie qu'ils soient peu enclins à agir de manière à maximiser la valeur de la société et privilégient des décisions stratégiques qui leur rapportent certains avantages personnels ou sociaux¹⁴.

préc., note 6; Stephen M. BAINBRIDGE, *Corporation Law and Economics*, New York, Foundation Press, 2002, p. 10; R. KRAAKMAN *et al.*, préc., note 1; Iman ANABTAWI, « Some Scepticism about Increasing Shareholder Power », (2006) 53 *UCLA L.Rev.* 1, en ligne: <<http://ssrn.com/abstract=783044>> (consulté le 15 janvier 2015).

¹¹ C'est-à-dire dans les cas où la plupart des sociétés ne possèdent aucun actionnaire détenant un bloc de titres important. On retrouve ce type de structure actionnariale aux États-Unis et, dans une moindre mesure, au Royaume-Uni: Randall K. MORCK (dir.), *A History of Corporate Governance Around the World*, Chicago, University of Chicago Press, 2007.

¹² Dans ce contexte, plus grande sera la complexité de la tâche entreprise par l'agent, plus son pouvoir discrétionnaire sera important et conséquemment plus les coûts d'agence seront susceptibles d'être importants. Voir: H. HANSMANN et R. KRAAKMAN, préc., note 6, à la page 22.

¹³ *Id.*, à la page 21.

¹⁴ 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, en attribuant des postes dans la direction de la société à des copains, ou encore en demeurant en poste alors qu'ils ne sont plus en mesure d'exercer leurs fonctions.

plutôt que les décisions qui favorisent uniquement les intérêts de la société¹⁵.

En comparaison, dans le marché canadien, caractérisé par la présence prédominante de sociétés à actionnariat concentré, les risques d'abus sont d'une nature différente ce qui donne à la théorie de l'agence une couleur particulière. En effet, dans une société où l'actionnariat est concentré, le problème découle plutôt du risque d'opportunisme des actionnaires dominants¹⁶. 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'administration¹⁷, augmentant ainsi sa capacité à imposer ses préférences et à réaliser les projets qu'il souhaite mettre de l'avant¹⁸, ce qui diminue le pouvoir disciplinaire du conseil d'administration¹⁹.

Les problèmes d'agence qui sont susceptibles de survenir entre les actionnaires dominants et les actionnaires minoritaires²⁰ possèdent des

¹⁵ L.A. BEBCHUK, « The Case for Increasing Shareholder Power », préc., note 5.

¹⁶ 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>> (consulté le 15 janvier 2015).

¹⁷ 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.

¹⁸ 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 profitables : Janis SARRA, « The Corporation as Symphony: Are Shareholders First Violin or Second Fiddle? », (2003) 36 *U.B.C.L. Rev.* 403, 405, en ligne : <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1749792> (consulté le 15 janvier 2015) ; Stéphane ROUSSEAU, « Canadian Corporate Governance Reform: In Search of a Regulatory Role for Corporate Law », dans Janis SARRA (dir.), *Corporate Governance in Global Capital Markets*, Vancouver, UBC Press, 2003, p. 3, à la page 6 ; Raymonde CRÊTE et Stéphane ROUSSEAU, *Droit des sociétés par actions*, 2^e éd., Montréal, Éditions Thémis, 2008, p. 288 ; R.J. DANIELS et R. MORCK, préc., note 17, aux pages 14 et 15.

¹⁹ R.J. DANIELS et E.M. IACOBUCCI, préc., note 3, à la page 83.

²⁰ *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.

répercussions importantes au Canada puisqu'environ 70 % des sociétés ouvertes canadiennes sont sous le contrôle légal ou de fait d'une personne ou d'un petit groupe de personnes²¹. 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*)²².

Dans ce contexte, comme dans le cas où l'actionnariat est dispersé, 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 les risques d'opportunisme et les coûts d'agence. Parmi ces dispositifs de surveillance, la place attribuée aux actionnaires est singulière et se justifie à la lumière de certains arguments qui, bien que prépondérants dans la doctrine, sont néanmoins contestés.

Notamment, 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 actionnaires²³. Cette idée, qui prend racine dans l'interpré-

²¹ J. SARRA, « The Corporation as Symphony: Are Shareholders First Violin or Second Fiddle? », préc., note 18, 405. 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 *Corporate Governance Review* 1 ; J. YANG, E. WANG et Y. AN, préc., note 16, p. 6.

²² Une étude de 2008 fait 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.

²³ Cette norme fut notamment énoncée dans l'affaire *Dodge v. Ford Motor Co.*, 170 N.W. 668, 684 (Mich. S.C., 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

tation classique de la théorie du réseau de contrats, peut *a priori* sembler contradictoire pour ceux qui connaissent les postulats de cette conception théorique.

Selon cette théorie, qui met l'accent sur les liens qui unissent les différents groupes de personnes qui, par leurs apports, permettent le bon fonctionnement de la société par actions, les actionnaires ne possèdent pas un statut les différenciant des autres participants du réseau de contrats²⁴. Comme les autres parties à ce réseau, les actionnaires ne sont propriétaires que de la contrepartie dans l'entente qu'ils ont conclue²⁵ 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 contribution²⁶. Malgré cette conception, les tenants de cette théorie concluent généralement 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 résiduels²⁷. En effet, ce statut particulier des 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

profits, or to the non-distribution of profits among stockholders in order to devote them to other purposes.»

²⁴ 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 6, p. 467, 502 et 503 ; 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>> (consulté le 15 janvier 2015).

²⁵ S.M. BAINBRIDGE, préc., note 10, p. 28.

²⁶ 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, 795.

²⁷ S.M. BAINBRIDGE, préc., note 10, p. 29 ; R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 18, p. 74. Bien que généralement admise, cette conception a néanmoins fait l'objet de nombreuses critiques dans les dernières années, notamment par les défenseurs de la théorie des parties prenantes. 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 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.

société²⁸ puisque plus la valeur résiduelle est importante, plus la part qui leur revient au moment de la liquidation de la société l'est aussi²⁹.

Ce désir d'accroître la valeur de leur investissement justifie l'idée que les actionnaires qui tentent d'en améliorer la gouvernance agissent non seulement dans leur propre intérêt, mais également dans l'intérêt de la société et de l'ensemble des actionnaires³⁰. En outre, les défenseurs de la théorie de la primauté des actionnaires³¹ 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.

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 société³² 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 production ou en augmentant les ventes), l'ensemble des parties prenantes en bénéficie, que ce soit

²⁸ Stephen M. BAINBRIDGE, *The New Corporate Governance in Theory and Practice*, New York, Oxford University Press, 2008, p. 50; A. KEAY, préc., note 24, p. 9 (PDF); F.H. EASTERBROOK et D.R. FISHEL, préc., note 7, 403.

²⁹ Ce modèle de démocratie actionnariale 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 10, p. 464 et 469; A. KEAY, préc., note 24, p. 9 (PDF). Tant au Québec qu'au Canada, le législateur a traduit cette 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.

³⁰ 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.

³¹ Aux 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.

³² A. KEAY, préc., note 24, p. 24 (PDF).

par l'attribution de salaires plus élevés ou par le remboursement plus rapide des sommes dues aux prêteurs.

Même si dans les faits les actionnaires ne possèdent pas toujours les mêmes objectifs ou les mêmes intérêts que les autres parties prenantes et qu'ils peuvent être tentés d'adopter des stratégies opportunistes³³, selon les tenants de la théorie de la primauté des actionnaires, ces situations sont généralement prévues et contrôlées par les contrats négociés avec les diverses parties prenantes³⁴ ainsi que par la législation.

Si cette vision économique qui embrasse l'hétérogénéité des sociétés canadiennes de même que la variété des attentes des acteurs qui les composent ne constitue pas un outil exact, elle présente néanmoins une méthode explicative nous permettant de mieux saisir certaines situations observées. C'est donc sur ces prémisses que la réflexion qui suit s'effectuera.

II. Quelques problèmes liés à l'exercice du droit de vote

Afin d'atténuer le risque d'opportunisme des membres de la direction et des actionnaires dominants et ainsi de favoriser la maximisation de la valeur de la société, il est possible de recourir à différents mécanismes de gouvernance. Parmi ceux-ci, le pouvoir de contrôle et de surveillance des

³³ Par exemple, en privilégiant des projets plus risqués ou encore en vendant certains éléments d'actif : F.H. EASTERBROOK et D.R. FISHEL, préc., note 7, 404.

³⁴ L'exemple des créanciers d'une société constitue une 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 possède le droit de percevoir des intérêts du débiteur corporatif ainsi que le remboursement de la somme prêtée, et cela, indépendamment 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. 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.

actionnaires, s'exprimant notamment par l'exercice de leur droit de vote, constitue un instrument disciplinaire qu'il est impossible de négliger. En effet, les interventions que peuvent mener les actionnaires par le biais de leur droit de vote accroissent l'imputabilité des administrateurs et des dirigeants tout en réduisant potentiellement l'adoption de comportements opportunistes par ces derniers ainsi que par les actionnaires dominants.

L'importance de cette fonction de surveillance des actionnaires est d'ailleurs expressément reconnue par le droit canadien sur les sociétés par actions où l'on retrouve des dispositions leur accordant le droit de se prononcer sur certaines décisions importantes affectant la société³⁵, ou leur permettant d'élire les administrateurs³⁶ et de les destituer en cours de mandat³⁷, ou leur reconnaissant, dans certaines circonstances, le droit d'exiger qu'une assemblée d'actionnaires soit convoquée³⁸.

La présence des investisseurs institutionnels trouve ici toute sa pertinence puisque par leurs ressources importantes, les liens qui existent entre eux et grâce leurs plus grandes connaissances des questions liées à la gouvernance, ils peuvent participer 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 dont celui-ci peut bénéficier³⁹. L'activisme actionnarial peut se définir comme étant : « efforts by investors to use their voting power as a catalyst for corporate change »⁴⁰. Les actionnaires institutionnels qui se prêtent à l'activisme affirment fréquemment que leur objectif n'est pas d'accroître la valeur d'une société dans laquelle

³⁵ À titre d'illustration, pensons aux cas de modifications des statuts constitutifs : *Loi canadienne sur les sociétés par actions*, L.R.C. 1985, art. 173 et suiv. (ci-après « L.c.s.a. ») ; *Loi sur les sociétés par actions*, RLRQ, c. S-31.1, art. 240 et suiv. (ci-après « L.s.a.Q. »). Par ailleurs, les assemblées annuelles d'actionnaires constituent une occasion pour les actionnaires et la direction des sociétés d'échanger des idées et de l'information.

³⁶ L.c.s.a., art. 106(3) ; L.s.a.Q., art. 110.

³⁷ L.c.s.a., art. 109 ; L.s.a.Q., art. 144.

³⁸ Soulignons toutefois que ce droit appartient seulement aux actionnaires qui détiennent au moins 5 % des actions émises par une société (L.c.s.a., art. 143) et 10 % en vertu de la L.s.a.Q. (L.s.a.Q., art. 208).

³⁹ 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.

⁴⁰ David YERMACK, « Shareholder Voting and Corporate Governance », 17 mars 2010, *Annual Review of Financial Economics*, p. 22, en ligne : <<http://ssrn.com/abstract=1523562>> (consulté le 15 janvier 2015).

ils ont investi, mais plutôt de promouvoir certaines pratiques de gouvernance jugées optimales⁴¹ afin d'améliorer les comportements de l'ensemble des sociétés afin d'accroître la valeur de l'ensemble de leur portefeuille à long terme⁴².

Cette philosophie n'est toutefois pas partagée par l'ensemble des investisseurs institutionnels. Pour nous en convaincre, nous n'avons qu'à penser aux interventions menées par différents fonds de couverture⁴³. À titre d'illustration, il n'y a qu'à penser à l'intervention très judiciairisée menée le fond Mason Capital Management auprès de Telus en 2012 ou à l'intervention menée par le fonds Pershing Square Capital auprès du Canadian Pacific Railway en 2012. Ainsi, malgré la présence de bénéfices, certains ont soulevé certaines craintes en ce qui concerne les effets de cet interventionnisme accru des actionnaires institutionnels sur les intérêts à long terme des sociétés cibles⁴⁴.

Afin de déterminer si les investisseurs institutionnels participent réellement à la toile de mécanismes de surveillance⁴⁵ et de contrôle qui limitent

⁴¹ Ce type d'activisme est qualifié de défensif, c'est-à-dire qu'il constitue une réaction à un problème de gouvernance qui affecte (ou qui risque d'affecter) un investissement existant dans une société: Brian CHEFFINS, « Hedge Fund Activism Canadian Style », Paper 3/2013, Université Cambridge, Faculté de droit, p. 6, en ligne: <<http://ssrn.com/abstract=2204294>> (consulté le 15 janvier 2015).

⁴² *Id.*, p. 23. Semblant confirmer ces prétentions, l'influence des actionnaires institutionnels a, dans les dernières années, entraîné des changements significatifs dans la gouvernance d'entreprise et les stratégies empruntées par les différents acteurs.

⁴³ Les interventions menées par les fonds de couverture se distinguent de celles menées par les autres investisseurs institutionnels, notamment de par le fait qu'ils sont 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).

⁴⁴ Sur ce sujet, voir notamment le débat entre les professeurs Lucian Bebchuk et Martin Lipton: Lucian A. BEBCHUK, Alon BRAV et Wei JIANG, « The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism », (2014) 114 *Columbia L. Rev.* (à paraître), en ligne: <<http://ssrn.com/abstract=2291577>> (consulté le 15 janvier 2015); Martin LIPTON, « Current Thoughts About Activism », 9 août 2013, en ligne: <<http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2013/08/09/current-thoughts-about-activism/>> (consulté le 15 janvier 2015); Lucian A. BEBCHUK, « Don't Run Away from the Evidence: A Reply to Wachtell Lipton », 17 septembre 2013, en ligne: <<http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2013/09/17/dont-run-away-from-the-evidence-a-reply-to-wachtell-lipton/>> (consulté le 15 janvier 2015).

⁴⁵ Selon le professeur John Coffee, trois critères permettent de définir l'organe de surveillance optimal. Tout d'abord, le nombre de titres détenus par cet organe de surveillance

les coûts d'agence découlant des divers comportements opportunistes⁴⁶, nous consacrerons les pages qui suivent à l'examen critique de certaines des inquiétudes que soulève l'activisme des actionnaires institutionnels.

A. Le double chapeau des investisseurs institutionnels

L'idée qu'une plus grande liberté d'intervention des actionnaires participe à diminuer les coûts d'agence occulte le fait que des conflits d'agence affectent également les investisseurs institutionnels. Tout comme les dirigeants, les gestionnaires qui agissent à titre d'agents des bénéficiaires des fonds qu'ils administrent possèdent des intérêts qui diffèrent des propriétaires des actions (inscrits ou véritables) des sociétés qui composent le portefeuille dont ils ont la gestion.

Ces difficultés, liées à l'existence d'incompatibilités entre les différents intérêts qu'ils défendent, expliquent possiblement la réticence de certains gestionnaires de fonds institutionnels à accepter un rôle plus actif comme actionnaire auprès des sociétés dont ils détiennent les titres⁴⁷. En effet, les gestionnaires de fonds se voient essentiellement confier la responsabilité

doit être suffisamment important pour justifier le coût des mécanismes qui sont rendus nécessaires par l'exercice de cette fonction. 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 succès. Ensuite, l'organe de contrôle doit posséder un horizon de placement qui lui permette d'améliorer la gouvernance d'une société, même si les retombées économiques découlant de la proposition ne se font sentir qu'à long terme. 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: John COFFEE, «Liquidity vs. Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor», (1991) 91 *Colum. L. Rev.* 1277, 1336; B.S. BLACK, préc., note 7, 524.

⁴⁶ 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 institutionnelles au capital-action.

⁴⁷ 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 38.

d'appliquer une politique d'investissement diversifiée et de superviser sa mise en œuvre. Si historiquement cela exigeait essentiellement qu'ils procèdent à l'identification de placements intéressants et respectent une politique de placement déterminée, il est généralement admis que les gestionnaires de fonds doivent également assumer des responsabilités à titre d'actionnaires⁴⁸. De ce fait, ils doivent exercer un droit de regard (discrétionnaire ou non⁴⁹) sur la gestion des sociétés en faisant valoir leur point de vue par le biais du droit de vote que leur confèrent les actions détenues⁵⁰ 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 fonds⁵¹. Malgré cette obligation, la complexité à concilier leur rôle d'actionnaire avec les obligations qu'un fonds institutionnel ou un gestionnaire de fonds possède envers ses bénéficiaires est susceptible d'entraîner une attitude

⁴⁸ 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.

⁴⁹ SHARE, *Enquête sur les votes clés par procuration – 2012*, p. 5, en ligne : <http://www.share.ca/files/2012_Proxy_Vote_Survey_French_FINAL.pdf> (consulté le 15 janvier 2015). Soulignons néanmoins que selon cette étude, une majorité importante des gestionnaires de fonds ayant répondu à l'enquête (79 %), 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.

⁵⁰ 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 : Simon C.Y. WONG, « Why Stewardship is Proving Elusive for Institutional Investors », (2010) 25 *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law* 406.

⁵¹ 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 : 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, 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 : <<http://ssrn.com/abstract=1470086>> (consulté le 15 janvier 2015). En effet, un fonds pourrait difficilement justifier la mise en place d'une stratégie visant à influencer les dirigeants afin de favoriser sa vision personnelle de la gouvernance.

passive. Ceci s'explique notamment par le fait que les coûts associés à l'activisme actionnarial sont parfois difficiles à concilier avec ce qui est dans le meilleur intérêt des bénéficiaires d'un fonds⁵².

À titre d'illustration de ceci, mentionnons l'obligation pour les 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 obligations. Si cette obligation de maintenir un certain niveau de liquidité est justifiée afin d'être en mesure de répondre aux demandes de retrait des bénéficiaires, cette obligation est susceptible d'entraver l'activisme puisque l'acquisition d'une participation importante qui justifie l'intervention diminue la liquidité de l'investissement⁵³. De même, le degré de diversification imposé aux différents types de fonds institutionnels dans l'objectif de satisfaire à leurs obligations de maximiser la valeur des actifs et de satisfaire à leur obligation d'agir prudemment en diversifiant leur portefeuille d'investissements⁵⁴ complexifie également la surveillance des 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 gestionnaire⁵⁵.

Par ailleurs, l'exercice du droit de vote est un processus coûteux, ce qui constitue une considération importante lorsqu'un investisseur institutionnel envisage l'opportunité d'être plus actif comme actionnaire. Comme le soulignaient les professeurs Edelman, Thompson et Thomas :

« There is a serious collective action problem in shareholder voting: the benefits of a successful vote accrue to all shareholders but the costs of voting (e.g.

⁵² Konstantinos SERGAKIS, « The UK Stewardship Code: Bridging the Gap Between Companies and Institutional Investors », (2013) 47 *RJTUM* 109, 142 et suiv.; R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, préc., note 51, 929.

⁵³ Les coûts d'une intervention ne sont 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: Bernard S. BLACK, « Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice », (1991-92) 39 *UCLA L. Rev.* 811, 873.

⁵⁴ S.C.Y. WONG, préc., note 50, 407; Jeffrey G. MACINTOSH, « Institutional Shareholders and Corporate Governance in Canada », (1995-96) 26 *Can. Bus. L.J.* 145, 162.

⁵⁵ Iman ANABTAWI et Lynn STOUT, « Fiduciary Duties for Activist Shareholders », (2008) 60 *Stan. L.Rev.* 1255, p. 30 (PDF), en ligne: <<http://ssrn.com/abstract=1089606>> (consulté le 15 janvier 2015).

information acquisition, preparation and distribution of materials mustering support) are borne by each voter separately so that shareholders may have inadequate incentives to vote.»⁵⁶

Ainsi, 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, les coûts rattachés à un interventionnisme accru ainsi que les diverses obligations s'imposant aux fonds institutionnels mettront souvent un frein à toute forme d'activisme. Malgré ce constat qui peut à première vue sembler pessimiste, il faut néanmoins souligner qu'il existe certains investisseurs institutionnels qui possèdent des motifs économiques, légaux, politiques ou autres⁵⁷ qui pourront néanmoins les pousser à l'action.

B. Les firmes offrant des services de conseil en matière d'exercice du vote par le biais d'une procuration

Considérant le nombre de titres détenu par les investisseurs institutionnels, leur potentiel d'influence est considérable. Néanmoins, ces derniers ne possèdent pas toujours les ressources nécessaires leur permettant d'exercer de manière éclairée les droits de vote rattachés aux nombreux titres composant leurs portefeuilles. Par ailleurs, les coûts liés à ce type de démarche peuvent constituer un frein important à l'exercice de leur droit de vote. Dans ce contexte, les investisseurs institutionnels sont nombreux à recourir aux services d'analyse et de recherche des firmes-conseils afin d'obtenir des recommandations ou des lignes directrices pour prendre des décisions éclairées lors des assemblées d'actionnaires.

⁵⁶ Paul H. EDELMAN, Randall S. THOMAS et Robert B. THOMSON, « Shareholder Voting in an Age of Intermediary Capitalism », janvier 2014, Vanderbilt Law and Economics Research Paper No. 14-19, en ligne : <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2401746> (consulté le 15 janvier 2015).

⁵⁷ Ces bénéfices pourront être de nature privée et n'avoir aucun lien avec l'amélioration éventuelle de la performance de la société visée : Edward B. ROCK, « The Logic and (Uncertain) Significance of Institutional Shareholder Activism », (1991) 79 *Geo. L.J.* 445, 475.

Le recours plus fréquent aux services d'expertise de ces firmes-conseils⁵⁸, qui sont par ailleurs peu nombreuses⁵⁹, leur attribue un pouvoir appréciable sur les décisions qui sont prises lors des assemblées d'actionnaires⁶⁰. Cette influence des firmes-conseils sur l'issue du vote soulève

⁵⁸ 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 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: <<http://ssrn.com/abstract=354820>> (consulté le 15 janvier 2015). 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: James COTTER, Allan PALMITER et Randall THOMAS, «The Effect of ISS Recommendations on Mutual Fund Voting on Proxy Proposals», (2010) 55 *Villanova Law Review* 1, en ligne: <<http://ssrn.com/abstract=1477564>> (consulté le 15 janvier 2015). 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: Stephen CHOI, Jill E. FISCH et Marcel KAHAN, «The Power of Proxy Advisors: Myth or Reality?», (2010) 59 *Emory L.J.* 869, 871, en ligne: <<http://ssrn.com/abstract=1694535>> (consulté le 15 janvier 2015); 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: <<http://ssrn.com/abstract=1127282>> (consulté le 15 janvier 2015).

⁵⁹ Les principales étant l'Institutional Shareholder Services (ISS) et Glass Lewis.

⁶⁰ 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 publient fréquemment un communiqué de presse soulignant l'appui favorable d'une firme-conseil: S. CHOI, J.E. FISCH et M. KAHAN, «The Power of Proxy Advisors: Myth or Reality?», préc., note 58; Thomas W. BRIGGS,

un certain nombre de questions ayant trait notamment à leur fonctionnement interne⁶¹, aux conflits d'intérêts⁶² les affectant, à la possibilité qu'elles ont de normaliser certaines pratiques en matière de gouvernance, ainsi qu'au fait qu'elles ne sont pas responsables des conséquences négatives de leurs conseils sur la valeur d'une société. En outre, il est étonnant de constater que, malgré leur influence, les firmes-conseils n'ont aucune obligation envers les actionnaires des sociétés, qu'elles ne sont assujetties à aucun encadrement réglementaire⁶³ et que la quasi-absence de compéti-

« 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>> (consulté le 15 janvier 2015).

⁶¹ S. CHOI, J.E. FISCH et M. KAHAN, « The Power of Proxy Advisors: Myth or Reality? », préc., note 58.

⁶² Ces préoccupations sont des plus pertinentes considérant que les firmes-conseils offrent également des services de consultation aux dirigeants des sociétés publiques en leur proposant notamment les questions qui seront soumises aux actionnaires.

⁶³ 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*, RLRQ, c. V-1.1, r. 24, art. 1.1, en ligne: <<http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/valeurs-mobilieres/51-102/2014-09-30/2014sept30-51-102-vofficielle-fr.pdf>> (consulté le 15 janvier 2015). De même, l'article 68 du *Règlement sur les sociétés par actions de régime fédéral*, C.R.C., c. 512 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

tion⁶⁴ dans cette industrie ne permet pas de discipliner les acteurs en présence⁶⁵.

L'expression de ces craintes légitimes a poussé plusieurs législateurs à encadrer ou à entamer une réflexion sur l'encadrement approprié des firmes-conseils⁶⁶. Au Canada, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) ont entamé cette réflexion en juin 2012 en publiant le document de consultation 25-401⁶⁷ afin d'évaluer les préoccupations, leurs incidences sur les marchés et, le cas échéant, les mesures à prendre. Cette consultation a permis l'élaboration d'indications non normatives⁶⁸ visant à encourager les firmes-conseils à adopter des lignes directrices afin de permettre aux participants du marché de comprendre la nature de leurs activités.

spéciale et qu'elle dispense 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.

⁶⁴ Tamara C. BELINFANTI, « The Proxy Advisory & Corporate Governance Industry: The Case for Increased Oversight and Control », (2009) 14 *Stan. J.L. Bus. & Fin.* 384, p. 12 (PDF), en ligne : <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1558097> (consulté le 15 janvier 2015).

⁶⁵ S. CHOI, J.E. FISCH et M. KAHAN, « The Power of Proxy Advisors: Myth or Reality? », préc., note 58, 872.

⁶⁶ Voir, par exemple : AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS FRANÇAISE, *Recommandation AMF no 2011-06 sur les agences de vote*, 18 mars 2011, en ligne : <<http://www.amf-france.org/Reglementation/Doctrine/Doctrine-list/Doctrine.html?category=I+-+Emetteurs+et+information+financi%C3%A8re&isSearch=true&xtmc=2011-06&lastSearchPage=http%3A%2F%2Fwww.amf-france.org%2FmagnoliaPublic%2Famf%2FResultat-de-recherche.html%3FLANGUAGE%3Dfr%26isSearch%3Dtrue%26TEXT%3D2011-06%26simpleSearch%3Dtrue&docVersion=1.0&docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2F12e1aead-0ff9-4f26-8fd0-d0ebe29d0efe&xtcr=1>> (site consulté le 15 janvier 2015); EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, *Feedback Statement on the Consultation regarding the Role of the Proxy Advisory Industry*, 19 février 2013, en ligne : <<http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-84.pdf>> (consulté le 15 janvier 2015).

⁶⁷ AUTORITÉS CANADIENNES EN VALEURS MOBILIÈRES, *Document de consultation 25-401 sur les perspectives de réglementation des agences de conseil en vote*, 21 juin 2012, en ligne : <<http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/valeurs-mobilieres/2012juin21-25-401-consultation-fr.pdf>> (consulté le 15 janvier 2015).

⁶⁸ AUTORITÉS CANADIENNES EN VALEURS MOBILIÈRES, *Avis 25-201 relatif aux indications à l'intention des agences de conseil en vote*, en ligne : <<http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/valeurs-mobilieres/25-201/2014-04-24/2014avril24-25-201-cons-fr.pdf>> (consulté le 15 janvier 2015).

Malgré cette mobilisation internationale afin d'encadrer les firmes-conseils, une étude récente a fait valoir que ces préoccupations ne sont pas fondées puisque les firmes-conseils fournissent seulement un service de recherche et d'analyse de l'information pertinente facilitant l'exercice du droit de vote des actionnaires institutionnels sans toutefois constituer un centre décisionnel autonome⁶⁹. En effet, les auteurs de cette étude suggèrent que ces services offrent une analyse et des recommandations qui reflètent la position qu'aurait adoptée le client institutionnel s'il avait entrepris des recherches afin de regrouper l'information nécessaire à la prise d'une décision éclairée en lien avec l'exercice des droits de vote détenus et que par ailleurs leurs clients demeurent libres d'exercer leur droit de vote dans un sens contraire aux recommandations formulées⁷⁰.

Cette conclusion se justifie, selon eux, de diverses façons. Notamment, il est probable qu'une firme-conseil ainsi que le client institutionnel aient recours à des éléments semblables pour déterminer de l'orientation du vote⁷¹. 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 sans toutefois que les recommandations soient la cause de la façon dont le vote est ultimement exercé. Ceci se justifie si l'on considère que l'actionnaire rationnel choisira logiquement une firme-conseil qui possède une méthode d'analyse et qui effectue des recommandations qui correspondent à ses principes. Dans ce contexte, dans l'éventualité où les critères retenus ne correspondent plus aux valeurs défendues par un actionnaire institutionnel, ce dernier a toute liberté de recourir aux services d'une firme concurrente.

Par ailleurs, selon les auteurs de cette étude, les firmes-conseils ont peu d'avantages à adopter un comportement opportuniste visant notamment à protéger une société donnée (par exemple, contre le versement par cette dernière d'un certain montant d'argent), puisque l'information à laquelle

⁶⁹ *Id.*; voir au même effet: S.J. CHOI, J.E. FISCH et M. KAHAN, « Director Elections and the Influence of Proxy Advisors », préc., note 58.

⁷⁰ S. CHOI, J.E. FISCH et M. KAHAN, « The Power of Proxy Advisors: Myth or Reality? », préc., note 58, 906.

⁷¹ Les clients institutionnels peuvent même fournir des lignes directrices aux firmes-conseils en ce qui concerne leur position en matière de gouvernance.

elles ont recours pour formuler leurs recommandations est de l'information publique accessible aux autres actionnaires et donc vérifiable. Ainsi, considérant 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 aux activités de ces firmes soient limités⁷².

C. La vision « court terme » des investisseurs institutionnels

Que ce soit pour attirer de nouveaux capitaux, pour soutirer de la clientèle à leurs principaux concurrents, ou encore en raison de la pression qui est exercée sur les gestionnaires à l'interne, plusieurs investisseurs institutionnels adoptent des stratégies d'investissement possédant un horizon de placement à court terme. En outre, la quête de rendements absolus des fonds de couverture et les stratégies agressives auxquelles ils ont recours afin de maximiser leurs profits ont donné ouverture à de nombreux questionnements sur l'impact de ces comportements sur la valeur à long terme des sociétés.

En effet, dans la mesure où les investisseurs institutionnels ont le pouvoir d'influencer la gestion des sociétés dont ils détiennent les titres, il semble légitime de se demander si nous devons craindre une destruction de la valeur de la société à long terme, une diminution de l'efficacité des marchés, ou encore une réduction du retour sur investissement. Si ces risques sont avérés, devons-nous permettre à des actionnaires éphémères, qui ont des intérêts divergents des actionnaires à long terme, de dicter les choix importants que doit faire une société?

⁷² 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 : Carol HANSELL, Mark CONNELLY, Michael DISNEY, Gillian STACEY, Tim BARON, Adam FANAKI et Richard FRIDMAN, *The Quality of the Shareholder Vote in Canada*, Discussion Paper, 22 octobre 2010, p. 176, en ligne : <<http://www.dwpv.com/shareholdervoting/>> (consulté le 15 janvier 2015).

En réponse à ces questions, certains ont suggéré que les incidences des interventions visant à améliorer les règles de gouvernance des sociétés se font rarement ressentir à court terme et que, conséquemment, il faut en déduire que les investisseurs qui mènent ce type d'intervention poursuivent des intérêts à long terme⁷³. Il serait effectivement absurde de croire qu'un investisseur qui effectue des démarches afin d'améliorer la gouvernance d'une société et qui en assume les coûts, aura vendu ses titres au moment où les bénéfices en résultant seront obtenus l'empêchant de ce fait de bénéficier du fruit de ses efforts⁷⁴.

Confirmant cette perception, le professeur Dent souligne que personne n'a réussi à démontrer empiriquement que les investisseurs institutionnels recherchent uniquement des rendements à court terme⁷⁵. Selon Dent, si les actionnaires poursuivaient effectivement des objectifs à court terme, ces derniers agiraient seulement dans l'optique d'accroître la valeur des titres qu'ils détiennent et vendraient ceux-ci à une valeur supérieure dès cet objectif atteint⁷⁶. Ceci impliquerait que les gestionnaires des différents fonds institutionnels possèdent les informations et les connaissances nécessaires afin de déterminer à quel moment le marché intègre totalement les améliorations apportées à la gouvernance d'une société. 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.

Par ailleurs, l'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

⁷³ 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. L'étude menée par les professeurs Bebchuk, Brav et Jiang, en vient d'ailleurs à la même conclusion en ce qui concerne les fonds de couverture: L.A. BEBCHUK, A. BRAV et W. JIANG, préc., note 44.

⁷⁴ John COFFEE, préc., note 45, 1324 et 1325.

⁷⁵ George W. DENT, « The Essential Unity of Shareholders and the Myth of Investor Short-Termism », (2010) 35 *Del. J. Corp. L.* 97, p. 25 (PDF): <<http://ssrn.com/abstract=1435400>> (consulté le 15 janvier 2015).

⁷⁶ *Id.*

(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 leurs sont dus). De ce fait, une gestion où l'accent serait essentiellement placé sur les rendements 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 générations⁷⁷.

En outre, cette perception 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 à cette stratégie ont tendance à privilégier les décisions favorisant les intérêts à long terme des sociétés dans lesquelles ils détiennent des titres. De plus, 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 important⁷⁸ qu'aux États-Unis, on peut croire que la période moyenne de détention des actions par les fonds institutionnels sera plus longue.

Si différents motifs peuvent pousser un fonds à vendre ses titres, notamment un besoin de liquidité afin de satisfaire aux obligations qui lui incombent, ce comportement n'est pas nécessairement accompagné d'une vision court-termiste. 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

⁷⁷ Keith L. JOHNSON et Frank Jan de GRAAF, « Modernizing Pension Fund Legal Standards for the Twenty-First Century », (2009) 2 *Rotman International Journal of Pension Management* 44, 46.

⁷⁸ 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; Cally JORDAN, « The Chameleon Effect: Beyond the Bonding Hypothesis for Cross-listed Securities », (2006) 3 *NYU J. Law & Bus.* 37.

niveau de rentabilité à long terme et sur leur capacité à faire face à leurs engagements.

Enfin, soulignons qu'une étude récente menée par les professeurs Bebchuk, Brav et Jiang établit que la croyance voulant que les fonds de couverture poursuivent des intérêts à court terme au détriment des intérêts à long terme des sociétés cibles et de leurs actionnaires n'est pas supportée par les données recueillies dans le cadre de leur recherche⁷⁹.

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 sociétés⁸⁰ 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. Qui plus est, 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.

*
* *

Il est possible que des coûts d'agence découlent d'un interventionnisme accru des investisseurs institutionnels. Il serait optimiste de croire que tous les actionnaires institutionnels interviennent auprès des dirigeants des sociétés dans le seul objectif d'en accroître la valeur. En effet, 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 des autres actionnaires. Rien n'est parfait!

⁷⁹ L.A. BEBCHUK, A. BRAV et W. JIANG, préc., note 44.

⁸⁰ Certains investisseurs peuvent en effet manœuvrer pour tirer profit d'une prise de contrôle, par exemple.

Nous croyons néanmoins qu'au Canada la présence des investisseurs institutionnels permet généralement d'améliorer la gouvernance des sociétés. En effet, force est de constater que la plupart des réformes récentes en matière de gouvernance (pensons par exemple au « say on pay » ou à l'élection des administrateurs à la majorité des voix) émanent des pressions exercées par les investisseurs institutionnels. Or, les études s'entendent généralement sur le fait que les interventions ou la mise en place de mécanismes visant à améliorer la qualité de la gouvernance ont un impact positif sur la valeur des sociétés⁸¹.

Ceci est particulièrement vrai dans les cas où la société visée possède un ou des actionnaires dominants pour agir comme contrepoids puisque la présence d'actionnaires importants permet de limiter les comportements opportunistes des investisseurs institutionnels en assurant un contrôle de leur influence. Nous pouvons croire que les actionnaires importants, qui sont souvent ceux qui ont constitué la société, seront peu enclins à favoriser des interventions visant une hausse subite de la valeur des actions de la société si cela s'avère néfaste à long terme pour les intérêts de cette dernière.

⁸¹ Voir: Anita ANAND, *The Value of Governance*, 1^{er} février 2013, en ligne: <http://www.ccg.ca/site/ccgg/assets/pdf/the_value_of_governance__anand_anita_.pdf> (consulté le 15 janvier 2015).