Document generated on 07/15/2025 4:54 p.m.

Les Cahiers de droit

L'État et les entreprises : des partenaires pour la création d'une réglementation favorable à la quête des capitaux dans le marché des valeurs mobilières

Raymonde Crête

Volume 41, Number 2, 2000

URI: https://id.erudit.org/iderudit/043604ar
DOI: https://doi.org/10.7202/043604ar

See table of contents

Publisher(s)

Faculté de droit de l'Université Laval

ISSN

0007-974X (print)
1918-8218 (digital)

Explore this journal

Cite this article

Crête, R. (2000). L'État et les entreprises : des partenaires pour la création d'une réglementation favorable à la quête des capitaux dans le marché des valeurs mobilières. *Les Cahiers de droit*, *41*(2), 289–321. https://doi.org/10.7202/043604ar

Article abstract

True to the principles of economic liberalism, for the past 150 years States have attempted to favour the quest for capital by creating a legal environment conducive to the forming, financing and managing of joint-stock companies to generate maximum profits for in vestors. In this paper, the author explains the effects that the implementation of this framework favouring businesses and investors have had on securities regulations, especially in those dealing with joint-stock companies and public offerings.

Tous droits réservés © Faculté de droit de l'Université Laval, 2000

This document is protected by copyright law. Use of the services of Érudit (including reproduction) is subject to its terms and conditions, which can be viewed online.

https://apropos.erudit.org/en/users/policy-on-use/

This article is disseminated and preserved by Érudit.

Érudit is a non-profit inter-university consortium of the Université de Montréal, Université Laval, and the Université du Québec à Montréal. Its mission is to promote and disseminate research.

https://www.erudit.org/en/

L'État et les entreprises : des partenaires pour la création d'une réglementation favorable à la quête des capitaux dans le marché des valeurs mobilières*

Raymonde CRÊTE* *

Fidèle aux préceptes du libéralisme économique, l'État a cherché, depuis plus d'un siècle et demi, à favoriser la quête des capitaux en mettant en place un environnement juridique favorable à la création, au financement et à l'administration des sociétés par actions en vue de promouvoir la maximisation des profits en faveur des investisseurs. Dans l'étude qui suit, l'auteure montre comment la mise en place de cet encadrement propice aux entreprises et aux investisseurs se manifeste dans la réglementation du marché des valeurs mobilières, plus particulièremet dans celle qui est relative aux sociétés par actions et à l'appel public à l'épargne.

True to the principles of economic liberalism, for the past 150 years States have attempted to favour the quest for capital by creating a legal environment conducive to the forming, financing and managing of joint-stock companies to generate maximum profits for investors. In this paper, the author explains the effects that the implementation of this framework

* L'auteure tient à remercier le professeur Stéphane Rousseau pour ses commentaires sur la présente étude.

** Professeure, Faculté de droit, Université Laval.

Les Cahiers de Droit, vol. 41, n° 2, juin 2000, pp. 289-321
(2000) 41 *Les Cahiers de Droit* 289

favouring businesses and investors have had on securities regulations, especially in those dealing with joint-stock companies and public offerings.

Pages

1. Une réglementation économique façonnée par les courants de pensée libérale 293
2. Des concepts et des règles favorables à la quête des capitaux 296
3. Des intérêts laissés dans l'ombre 304
4. La négociation et le partage de la réglementation entre les gouvernants et les gouvernés 315
Conclusion 320

The great and chief end therefore, of Mens uniting into Commonwealths, and putting themselves under Government, is the Preservation of their Property.

John LOCKE

Bien que les médias mettent souvent en évidence les récriminations du milieu des affaires devant les actions de l'État, l'examen d'une part importante des initiatives de celui-ci en matière économique, au niveau tant fédéral que provincial, suggère plutôt l'existence d'une collaboration importante entre les gouvernants et les gouvernés en vue d'élaborer et de mettre en œuvre une réglementation favorable aux intérêts des entreprises et des investisseurs[1]. Dans le marché canadien, comme dans plusieurs autres sociétés occidentales, l'entreprise privée organisée sous forme de société par actions représente un des instruments privilégiés reconnus par l'État pour la poursuite des activités économiques. Depuis plus d'un siècle et demi, celui-ci a contribué à l'essor de cette forme juridique d'entreprise en attribuant à la société par actions le statut de personnalité morale et en reconnaissant le principe de la responsabilité limitée des actionnaires[2]. De

1. Au sujet de la perception du milieu des affaires à l'égard des actions de l'État, voir S. BROOKS et A. STRITCH, *Business and Government in Canada*, Scaborough, Prentice-Hall Canada, 1991, p. 2.
2. Bien que, de nos jours, la responsabilité limitée des actionnaires puisse apparaître comme inhérente à l'attribution de la personnalité morale, l'analyse de l'évolution historique de

manière accessoire, il a aussi conféré aux investisseurs un droit de propriété sur des actions librement transférables susceptibles de procurer des avantages en matière de rendement et de contrôle sur la gestion de l'entreprise. L'intention était de permettre aux entreprises d'amasser des capitaux importants pour le financement de leurs activités et de favoriser la maximisation des profits en faveur des investisseurs, tout en laissant aux entrepreneurs la marge de manœuvre nécessaire pour l'aménagement des règles de régie interne en vue d'assurer la gestion efficace de l'entreprise. La poursuite d'objectifs similaires a également expliqué la mise en place d'une réglementation de l'appel public à l'épargne axée sur la divulgation d'information dans le but d'assurer l'exercice de choix éclairés par les investisseurs et la prévention de pratiques déloyales, abusives et frauduleuses dans ce marché[3].

Fidèle aux préceptes du libéralisme, l'État a voulu ainsi promouvoir le développement économique en consacrant dans cette réglementation les valeurs fondamentales propres aux économies de marché et fondées sur le respect de la propriété privée, de la liberté des échanges et de la liberté d'entreprise. Suivant cette approche, les gouvernants se sont donné comme mission d'éliminer les entraves au libre exercice de ces droits afin de permettre aux acteurs économiques d'effectuer des choix rationnels qui, collectivement, devraient contribuer à accroître le bien-être de tous par une allocation efficiente des ressources.

---

la législation en droit des sociétés par actions montre que ce principe n'a pas toujours été reconnu comme un accessoire à la reconnaissance de la personnalité morale. Voir, *infra*, le texte correspondant aux notes 25 et 26. Dans son analyse du droit américain des corporations, l'auteur Robert C. Clark souligne que les sociétés par actions, comme forme juridique d'entreprise, doivent leur succès aux quatre caractéristiques suivantes : la responsabilité limitée des investisseurs, le libre transfert des intérêts des investisseurs, l'attribution de la personnalité juridique et la gestion centralisée. Voir R.C. CLARK, *Corporate Law*, Boston, Little, Brown and Company, 1986, p. 2. Pour une analyse économique des caractéristiques qui ont contribué à l'essor des sociétés par actions, voir R.B. EKELUND JR. et R.D. TOLLISON, « Mercantilist Origins of the Corporation », *Bell J. of Econ.*, vol. 11, n° 2, automne 1980, p. 715 ; O.E. WILLIAMSON, « The Modern Corporation : Origins, Evolution, Attributes », *J. Econ. Lit.*, vol. 19, 1981, p. 1537.

3. Récemment, aux États-Unis, des recherches très intéressantes ont fait ressortir l'importance de la réglementation dans la mobilisation des capitaux. Voir R. LA PORTA et autres, « Legal Determinants of External Finance », *Journal of Finance*, vol. 52, 1997, p. 1131 ; J.C. COFFEE Jr., « The Future as History : The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and Its Implications », (1999) 93 *North. L. Rev.* 641 ; B. BLACK, « The Legal and Institutional Preconditions for Strong Stock Markets : The Nontrivality of Securities Law », Stanford Law School, [En ligne], janvier 2000. [http ://papers.ssrn.com/paper.taf ?abstract_id=182169] janvier 2000.

La mise en valeur de ces principes propres aux économies de marché peut entraîner, par ailleurs, des tensions ou des conflits entre divers acteurs aux intérêts divergents, notamment entre les gestionnaires, les administrateurs, les actionnaires et les autres groupes touchés par les activités des entreprises. Les comportements opportunistes ou la recherche du profit au détriment des autres valeurs sociétales peuvent, en effet, porter atteinte aux intérêts de certains de ceux-là.

L'objectif de notre étude est de voir comment la création d'un environnement juridique favorable aux entreprises et aux investisseurs se manifeste dans la réglementation fédérale et provinciale du marché des valeurs mobilières, plus particulièrement dans celle qui est relative à la constitution des sociétés par actions et à l'appel public à l'épargne. Pour mieux saisir le sens des actions étatiques en ce domaine, il convient, dans un premier temps, de jeter un bref regard sur les grands courants de la pensée libérale qui ont influé de manière significative sur les fondements de cette réglementation économique, et de faire ensuite ressortir, dans un deuxième temps, les manifestations de cette influence dans les concepts et les règles adoptés par l'État et dont l'objectif principal est de favoriser la maximisation des profits au bénéfice des investisseurs. Par ailleurs, comme nous le verrons dans un troisième temps, l'élaboration et la mise en œuvre de cette réglementation risquent de laisser dans l'ombre les intérêts de certains acteurs, notamment ceux des investisseurs économiquement faibles qui sont dépourvus de moyens efficaces pour se protéger, de même que de certains groupes touchés par les activités des entreprises comme les employés, les consommateurs, les créanciers et les communautés environnantes, qui n'ont pas voix au chapitre dans le contrôle de la gestion des entreprises. Après avoir analysé ainsi les messages véhiculés par la réglementation, tant par ses énoncés que par ses silences, nous mettrons en évidence, dans un quatrième temps, les processus d'élaboration et d'application des instruments juridiques afin de mieux saisir l'effet potentiel de la coopération qui existe entre l'État et le milieu des affaires sur la mise en place de cet environnement juridique.

En raison du corpus d'analyse retenu qui se limite à certains aspects de la réglementation du marché des valeurs mobilières, la présente recherche ne pourra offrir qu'une image partielle de l'activité réglementaire en matière économique dont les multiples ramifications peuvent avoir une influence sur la mobilisation des capitaux, notamment sur le plan de la taxation, de la promotion de la concurrence ou du financement gouvernemental. Soulignons également que notre intention est ici de faire ressortir certains éléments de l'environnement juridique conçus pour favoriser la quête des capitaux, tout en étant bien consciente par ailleurs que le portrait esquissé

ne rend pas compte de l'effet potentiel ou réel de celui-ci à l'égard de certains types d'entreprises, telles les petites et moyennes entreprises (PME) pour qui le respect de la réglementation peut représenter un obstacle à leur projet de financement en raison du coût important qu'elle engendre. D'autres études ont déjà traité de cette question qui est certes très pertinente mais qui dépasse le cadre de notre analyse[4].

1. Une réglementation économique façonnée par les courants de pensée libérale

L'analyse de l'action de l'État dans le domaine de la réglementation économique met en évidence l'influence de certains courants de pensée qui ont marqué le développement du droit dans les économies de marché comme celle du Canada. Parmi ces courants de pensée, la philosophie utilitariste, élaborée par les philosophes britanniques Jeremy Bentham et John Stuart Mill, a exercé une influence déterminante qui s'est manifestée par l'intégration du principe de l'utilité selon lequel les conséquences d'un acte ou d'une règle doivent maximiser le bonheur du plus grand nombre de citoyens[5]. Cette philosophie fondée sur la recherche du bonheur pour le grand nombre a trouvé écho, comme nous le verrons plus en détail dans les propos qui suivent, dans la reconnaissance, au sein de la réglementation économique, de la valeur dominante qu'est la maximisation des profits au bénéfice des actionnaires en vue, ultimement, de promouvoir la croissance économique[6]. En favorisant le développement économique, l'État entend ainsi contribuer à accroître la richesse collective.

À ce modèle utilitariste, il faut également ajouter l'emprise importante du libéralisme qui s'est traduite par la consécration de la liberté individuelle comme valeur fondamentale, de même que par la confiance accordée, selon une intensité variable, au pouvoir de la « main invisible » pour réguler efficacement les rapports économiques, tel que prôné par des économistes

---

4. S. ROUSSEAU, *Designing an Efficient Securities Market for Small and Medium-Sized Enterprises (SMES): Perspectives for Reform*, thèse de doctorat, Toronto, Faculté de droit, Université de Toronto, 1999 ; A.L. RIDING, *Financement des entreprises de pointe : enjeux d'ordre juridique et réglementaire*, Ottawa, Groupe de travail sur l'avenir du secteur des services financiers canadien, 1998, pp. 57 et suiv.
5. W. FRIEDMANN, *Legal Theory*, 5e éd., New York, Columbia University Press, 1967, pp. 312-321 ; J.H. BURNS et H.L.A. HART (dir.), *An Introduction to the Principles of Morals and Legislation*, Londres, Athlone Press, 1970 ; J.S. MILL, *L'utilitarisme*, Paris, Garnier-Flammarion, 1988.
6. R.W. BAUMAN, « Liberalism and Canadian Corporate Law », dans R.F. DEVLIN (dir.), *Canadian Perspectives on Legal Theory*, Toronto, Emond Montgomery Publications, 1991, pp. 75-97.

comme Adam Smith au XVIII[e] siècle et plus récemment par l'économiste américain, Milton Friedman[7]. Ce courant de pensée libérale a conduit l'État à reconnaître la primauté des principes de la propriété privée, de la liberté contractuelle et de la liberté d'entreprise. Suivant cette logique, il a cherché à éliminer les entraves au libre exercice des droits individuels et à fournir les moyens pour favoriser le libre jeu de la concurrence et pour assurer l'ordre et la cohésion dans la sphère économique. Dans la régulation des échanges, l'État a ainsi été appelé à assumer un rôle de soutien et de médiation pour appuyer les multiples formes d'action du monde marchand.

Sur le plan théorique, l'importance significative de ces courants de pensée dans le développement de l'analyse économique du droit a donné lieu à une littérature abondante depuis le début des années 60, principalement dans les milieux universitaires nord-américains[8]. En présumant de la rareté des ressources disponibles dans le marché et du désir des agents économiques de maximiser leur bien-être, les tenants de cette approche tentent d'expliquer ou d'évaluer l'incidence des actions de l'État et des autres institutions sociales sur les choix de ces agents dans l'affectation de ces ressources limitées. D'un point de vue normatif, ils voient généralement, dans le libre marché, le mécanisme idéal pour assurer l'allocation efficiente des ressources, en ce sens que le fruit des échanges volontaires, où chacune des parties présumées rationnelles cherche à maximiser ses satisfactions en fonction de ses préférences individuelles, aura pour effet de canaliser les ressources vers leur utilisation optimale[9]. Cette approche fondée sur le critère de l'efficience s'articule à partir de certaines hypothèses selon lesquelles le marché est présumé efficient sur le plan informationnel, c'est-à-dire que les prix des ressources correspondent à la valeur intrinsèque de ces biens et reflètent pleinement l'information disponible de manière à permettre l'évaluation des investissements du point de vue du risque et du rendement[10]. Le marché est également supposé efficient sur le plan opérationnel s'il minimise les coûts de transaction, notamment

---

7. A. SMITH, *Recherches sur la nature et les causes de la richesse des nations*, Paris, Flammarion, 1991, pp. 42-43 ; M. FRIEDMAN, *Capitalism and Freedom*, Chicago, University of Chicago Press, 1962.
8. R.A. POSNER, *Economic Analysis of Law*, 5[e] éd., New York, Aspen Law et Business, 1998 ; M.J. TREBILCOCK, « Economic Analysis of Law », dans R.F. DEVLIN (dir.), *op. cit.*, note 6, pp. 103-109 ; T. KIRAT, *Économie du droit*, Paris, La Découverte, 1999 ; B.R. CHEFFINS, *Company Law — Theory, Structure and Operation*, Oxford, Clarendon Press, 1997, p. 3.
9. M.J. TREBILCOCK, *loc. cit.*, note 8, 104-109 ; B.R. CHEFFINS, *op. cit.*, note 8, pp. 4-6.
10. B.R. CHEFFINS, *op. cit.*, note 8, p. 6 ; au sujet du critère de l'efficience dans le contexte du marché des capitaux, voir R.J. GILSON et R.H. KRAAKMAN, « The Mechanisms of Market Efficiency », (1984) 70 *Virginia L. Rev.* 549.

ceux qui sont engendrés par le processus de négociation des termes de l'échange, par la recherche et la production de l'information, de même que ceux qui résultent des comportements opportunistes de la part des participants et de l'application de la réglementation[11]. Or, si le marché comporte des imperfections qui ont pour effet d'entraver l'allocation efficiente des ressources, les économistes admettent que l'État peut agir pour corriger ces carences ou pour réduire les coûts de transaction, mais dans la mesure uniquement où les avantages résultant de cette action surpassent ceux qui découleraient de la régulation exercée par le marché lui-même[12]. L'accent mis sur les propriétés régulatrices du marché pour assurer l'allocation efficiente des ressources pourrait expliquer ainsi l'inutilité de l'action étatique.

Au cours des deux dernières décennies, la théorie économique est également devenue un terrain fertile dans l'élaboration d'une approche contractuelle pour analyser la structure et le fonctionnement des entreprises, de même que pour évaluer l'opportunité des actions étatiques[13]. Selon cette approche, l'organisation d'une société est le résultat d'un faisceau de contrats entre plusieurs individus, qu'ils soient actionnaires, gestionnaires, employés, créanciers ou autres, qui acceptent librement de participer à cette aventure commune en vertu d'obligations mutuelles dont les termes auront été négociés ou imposés. Les divers contrats qui résulteront de cette association volontaire varieront à l'infini de manière à s'adapter à la réalité complexe des multiples formes d'entreprises et de leurs activités économiques, tout en tentant de minimiser les coûts de transaction. Pour l'État, l'adoption de cette logique contractuelle pourrait l'amener à privilégier les actions qui favorisent ces adaptations en laissant aux acteurs économiques la marge de manœuvre nécessaire pour élaborer eux-mêmes les modalités de leurs contrats[14]. Le droit économique contemporain intègre bien une telle rationalité, notamment lorsqu'il propose une réglementation supplétive qui confère aux entrepreneurs et aux gestionnaires une grande discrétion pour définir eux-mêmes les règles de création et d'administration de l'entreprise, ou encore lorsque les tribunaux fondent leurs interventions sur

11. *Ibid.*
12. B.R. CHEFFINS, *op. cit.*, note 8, pp. 6-14.
13. E.F. FAMA et M.C. JENSEN, « Separation of Ownership and Control », (1983) 26 *J. Law & Econ.* 301 ; M. JENSEN et W. MECKLING, « Theory of the Firm ; Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure », *J. Fin. Econ.*, vol. 3, 1976, pp. 310-311 ; F.H. EASTERBROOK et D.R. FISCHEL, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, Harvard University Press, 1991, pp. 1-39.
14. F.H. EASTERBROOK et D.R. FISCHEL, *op. cit.*, note 13, pp. 2, 3.

les attentes raisonnables des investisseurs[15]. En intégrant cette approche contractuelle, la réglementation rejoint ainsi les préceptes du libéralisme fondés sur la liberté de commerce et sur l'action minimale de l'État en ce domaine.

Tout en reconnaissant l'utilité de l'analyse économique pour mieux comprendre les initiatives prises par l'État, cette approche fait l'objet de critiques, notamment de la part de ceux qui y voient là un préjugé en faveur de certaines prémisses fondées sur un individualisme excessif de même qu'une idéologie conservatrice prônant une action minimale de l'État[16]. Plusieurs ne manquent pas de souligner également les limites de cette approche qui ne répond pas à la question de savoir si l'allocation efficiente des ressources est socialement ou éthiquement désirable selon les principes de la justice distributive[17].

Dans les lignes qui suivent, nous verrons comment les principes inspirés de ces courants de la pensée libérale ont trouvé écho dans la réglementation. Tout d'abord, dans une économie de marché comme celle du Canada, il n'est pas surprenant de constater qu'en droit des sociétés les régulateurs québécois et canadiens, de concert avec les acteurs économiques, ont constamment cherché à créer un environnement favorable à la maximisation des profits en mettant à la disposition de ces derniers une réglementation qui facilite la collecte et la gestion du capital.

2. Des concepts et des règles favorables à la quête des capitaux

Une brève incursion dans l'histoire économique du Québec montre que, durant la seconde moitié du XIX^e^ siècle, à l'ère de la transition vers le capitalisme industriel, un fort consensus est né au sein de l'État en faveur du développement économique[18]. Imprégnés de l'idéologie libérale qui

---

15. F.H. BUCKLEY, M. GILLEN et R. YALDEN, *Corporations — Principles and Policies*, 3^e^ éd., Toronto, Emond Montgomery, 1995, p. 516 ; B.R. CHEFFINS, *op. cit.*, note 8, pp. 250-253.
16. M. KELMAN, *A Guide to Critical Legal Studies*, Cambridge, Harvard University Press, 1987, pp. 151 et suiv. ; W.A. WIEGERS, « Economic Analysis of Law and « Private Ordering » : A Feminist Critique », (1992) 42 *U. of Toronto L. J.* 170 ; L.E. MITCHELL, « Corporate Nature Versus Human Nature », dans R.P. MALLOY et C.K. BRAUN, *Law and Economics — New and Critical Perspectives*, New York, Peter Lang, 1995, p. 361 ; T. WILLIAMS, « Of Scientism and Storytelling : Perspectives on the Economic Analysis of Remedies for Breach of Contract », dans R.F. DEVLIN, *op. cit.*, note 6, p. 127.
17. A.M. POLINSKY, *An Introduction to Law and Economics*, 2^e^ éd., Boston, Little, Brown and Company, 1989, pp. 7-10 ; M.J. TREBILCOCK, *loc. cit.*, note 8, 11 ; R.A. POSNER, *op. cit.*, note 8, pp. 29-31.
18. J.A. DICKINSON et B. YOUNG, *Brève histoire socio-économique du Québec*, Sillery, Septentrion, 1992, pp. 123-128, 179-182.

caractérisait la société nord-américaine à l'époque, les gouvernants, en réponse souvent aux pressions exercées par le milieu des affaires, ont pris diverses mesures en vue d'abolir les obstacles à la libre circulation des biens et de la main-d'œuvre, de même qu'ils ont mis en place des politiques de financement, de réglementation et de mise en valeur pour promouvoir des projets qui nécessitaient des capitaux importants, notamment pour la construction de routes, de ponts, de canaux et de chemins de fer[19]. Les historiens Dickinson et Young résument bien le rôle de l'État à cette époque, plus particulièrement dans le domaine du transport : « Un nouveau partenariat s'établit à cette époque entre le capital et l'État dans le réseau des transports au Québec. Les politiciens et les entrepreneurs passaient en toute liberté du conseil d'administration au cabinet, l'Église appuyant avec enthousiasme l'octroi par l'État de subventions pour le développement économique[20]. »

Ces efforts pour encourager le développement économique aboutirent à une réforme majeure du droit privé québécois[21]. Au milieu du XIX^e^ siècle, le Bas-Canada libéralise la propriété immobilière, notamment par l'abolition du régime seigneurial, et établit le principe de la liberté contractuelle et du respect des conventions comme pierre angulaire du droit des obligations[22]. À la suite de ces actions particulières, le processus de modernisation du droit culminera dans une réforme plus englobante avec la codification de 1866 qui a permis de rationaliser et d'uniformiser les différentes sources du droit et de consolider les principes fondamentaux de la propriété privée et du consensualisme conformes aux fondements du libéralisme économique[23].

Pendant la seconde moitié du XIX^e^ siècle, le Québec a également connu une activité législative intense en matière de droit économique avec l'adoption de lois prévoyant la création de sociétés par actions dans le but de faciliter le financement de projets importants, notamment dans les domaines du transport, des communications, des ressources naturelles et des services

19. *Id.*, pp. 179-180.
20. *Id.*, p. 180.
21. *Id.*, pp. 179, 194-196.
22. *Id.*, pp. 194-196 ; S. NORMAND, *Histoire du droit privé au Québec*, Québec, Faculté de droit, Université Laval, 1999, pp. 61-70, notes de cours non publiées ; S. NORMAND et A. HUDON, « Le contrôle des hypothèques secrètes au XIXe siècle : ou la difficile conciliation de deux cultures et de deux communautés ethniques », (1990) *R. D. I.* 170.
23. S. NORMAND, *op. cit.*, note 22, pp. 70-76, 87-88 ; B. YOUNG, *The Politics of Codification — The Lower Canadian Code of 1866*, Montréal, Osgoode Society for Canadian Legal History et McGill-Queen's University Press, 1994, pp. 157-172.

financiers[24]. Après avoir ciblé des entreprises précises par l'adoption de lois spéciales d'incorporation au XVIII^e^ siècle et pendant la première moitié du XIX^e^, la législature, à partir de la seconde moitié du XIX^e^, va généraliser cette forme juridique d'entreprise par l'adoption d'une législation standard pour l'incorporation des compagnies, permettant ainsi de réduire les délais et le coût liés à la constitution des entreprises en sociétés par actions[25].

En s'inspirant du droit anglo-américain, l'État créait ainsi un environnement juridique favorable à ce type de société en leur attribuant la personnalité morale et en reconnaissant la responsabilité limitée des actionnaires, ce qui devait, semble-t-il, contribuer de façon significative au développement industriel des sociétés occidentales[26]. De manière accessoire, il a conféré aux fournisseurs de capital, en échange de leur investissement, un droit de propriété sur des actions librement transférables. L'objectif premier de cette réglementation était de maximiser la richesse des « propriétaires » de l'entreprise qui, en échange du risque engendré par leurs investissements, devaient bénéficier de pouvoirs de contrôle à l'égard de l'administration des entreprises. Imprégnée de la pensée libérale, cette réglementation reconnaissait ainsi les principes de la propriété privée et de

---

24. Voir notamment les lois suivantes : *Acte pour pourvoir à la formation de compagnies incorporées à fonds social, pour des fins relatives aux manufactures, aux mines, à la mécanique ou à la chimie*, 13 & 14 Vict., c. 28 (Can. 1850) ; *Acte relatif à l'incorporation judiciaire des compagnies à fonds social pour certaines fins*, 23 Vict., c. 31 (Can. 1860) ; *Acte concernant l'incorporation des compagnies à fonds social*, S.Q. 1868, 31 Vict., c. 25 ; *Acte des clauses générales des compagnies à fonds social*, S.Q. 1868, 31 Vict., c. 24 ; *Acte concernant les sociétés de construction*, S.R.B.C. 1861, 23 Vict., c. 69 ; *Acte concernant les banques et le commerce de banques*, S.R.C. 1886, c. 120 ; *Acte concernant les compagnies par actions*, S.R.C. 1886, c. 118 ; *Acte concernant les chemins de fer*, S.R.C. 1886, c. 109 ; *Acte relatif aux marques de commerce et aux dessins de fabrique*, S.R.C. 1886, c. 63.

25. A.W. CURRIE, « The First Dominion Companies Act », *Can. J. Econ. Pol. Sci.*, vol. 28, 1962, 387 ; F.E. LABRIE et E.E. PALMER, « The Pre-Confederation History of Corporations in Canada », dans J.S. ZIEGEL, *Studies in Canadian Company Law, Études sur le droit canadien des compagnies*, Toronto, Butterworths, 1967, pp. 33-60 ; J. SMITH et Y. RENAUD, *Droit québécois des corporations commerciales*, t. 1, Montréal, Judico, 1974, pp. 17-25 ; F.W. WEGENAST, *The Law of Canadian Companies*, Toronto, Burroughs, 1931, pp. 20-27 ; J.S. ZIEGEL et autres, *Cases and Materials on Partnerships and Canadian Business Corporations*, 2^e^ éd., t. 1, Toronto, Carswell, 1989, pp. 98-99.

26. F.E. LABRIE et E.E. PALMER, *loc. cit.*, note 25, 53-60 ; les auteurs Labrie et Palmer font état de l'évolution historique de la législation canadienne en matière de droit des sociétés par actions et montrent notamment que le principe de la responsabilité limitée des actionnaires ne découlait pas nécessairement de l'attribution de la personnalité morale. De son côté, F.W. WEGENAST, *op. cit.*, note 25, p. 333, précise que le principe de la responsabilité limitée des actionnaires est inhérent à la nature des compagnies constituées par lettres patentes mais non à celles qui l'ont été par enregistrement (*registered companies*).

la liberté des échanges dont la mise en œuvre devait ultimement assurer une allocation efficiente des ressources.

Tout en mettant en place un cadre conceptuel favorable aux entreprises commerciales, l'État conservait néanmoins une certaine méfiance à l'égard de ces entités et de leurs gestionnaires, dont l'exercice des pouvoirs pouvait entraîner des pertes financières importantes pour les investisseurs. Ces inquiétudes ont ainsi donné lieu à des restrictions et à des interdictions particulières en vue de limiter la liberté des sociétés et de leurs dirigeants, sur le plan notamment de la description des activités poursuivies par l'entreprise et de la protection de son capital[27]. De son côté, le droit commun venait compléter cette législation particulière par l'imposition aux dirigeants de devoirs de soin, de prudence et de loyauté[28]. Malgré ces précautions, les entrepreneurs et les gestionnaires conservaient néanmoins une marge de manœuvre importante dans l'administration des affaires de leur société, et ce, parfois même au détriment des actionnaires minoritaires qui subissaient les effets de la règle implacable de la majorité. Les tribunaux étaient réticents à intervenir dans les affaires internes des sociétés, à moins d'une preuve de fraude ou de négligence grossière commise par les dirigeants[29].

Ce cadre législatif allait connaître peu de changements importants jusqu'au milieu des années 70, lorsque le gouvernement fédéral a entrepris la réforme du droit des sociétés par actions, laquelle a, par la suite, trouvé écho dans les législations provinciales[30]. Sans remettre en question les grands fondements du droit des sociétés, l'intention était de moderniser et de simplifier une législation jugée alors trop formaliste, paternaliste et désuète[31]. Sous l'influence très nette du droit américain et dans une

---

27. F.E. LABRIE et E.E. PALMER, *op. cit.*, note 25, pp. 56-57 ; sur la capacité et les pouvoirs des sociétés par actions, voir F.W. WEGENAST, *op. cit.*, note 25, pp. 130-159, 443 et suiv. ; J. SMITH et Y. RENAUD, *op. cit.*, note 25, pp. 237-250 ; au sujet de la protection du capital des entreprises, voir F.W. WEGENAST, *op. cit.*, note 25, pp. 474-477, 491-526, 610-618 ; J. SMITH et Y. RENAUD, *op. cit.*, note 25, pp. 839-863, 1104-1106.
28. J. SMITH et Y. RENAUD, *op. cit.*, note 25, pp. 1515-1578.
29. R. DEMERS, *Corporate Litigation in Quebec*, Montréal, CEJ, 1978, pp. 4-37 ; R. CRÊTE, « Les actionnaires minoritaires des compagnies québécoises — Qu'en est-il de leurs recours en cas d'oppression », (1991) 19 *Can. Bus. L. J.* 49, 65-74 ; B. WELLING, *Corporate Law in Canada — The Governing Principles*, 2e éd., Toronto, Butterworths, 1991, pp. 511-516 ; S.M. BECK, « The Shareholders' Derivative Action », (1974) 52 *Can. B. Rev.* 159, 163-168.
30. J.S. ZIEGEL, *op. cit.*, note 25, pp. 99-100.
31. En 1971, le gouvernement fédéral a publié un rapport à ce sujet : R.W.V. DICKERSON, J.L. HOWARD et L. GETZ, *Propositions pour un nouveau droit des corporations commerciales canadiennes*, Ottawa, Information Canada, 1971, 2 vol.

moindre mesure du droit britannique, les auteurs de la réforme allaient proposer une nouvelle législation articulée autour des trois axes suivants, soit l'assouplissement des règles de création et d'administration des sociétés, la contractualisation des rapports de régie interne et, enfin, une obligation accrue de rendre compte de la part de la direction à l'égard des actionnaires. L'objectif était d'offrir un environnement juridique clair, souple et efficace qui répondrait aux besoins des entrepreneurs et des gestionnaires.

Ce désir de modernisation s'est traduit par les changements législatifs suivants : l'adoption d'un mode simplifié d'enregistrement des statuts pour la création des sociétés par actions[32], l'attribution à la société par actions de la capacité d'une personne physique[33], la reconnaissance des sociétés composées d'un seul actionnaire[34], l'adoption de règles supplétives plutôt qu'impératives qui laissent aux entrepreneurs une grande liberté pour façonner les règles de régie interne en fonction de leurs besoins[35] et la reconnaissance de la validité des conventions d'actionnaires[36]. En échange de cette liberté accrue, le législateur a offert un régime de protection plus étendu aux personnes qui pourraient être touchées par les agissements de l'entreprise et de ses gestionnaires. Plus particulièrement, l'intention était d'accroître les pouvoirs de contrôle et de surveillance des actionnaires par la divulgation d'information et l'exercice de leur droit de vote[37]. Pour protéger davantage les actionnaires des comportements opportunistes de la direction, le législateur a également voulu définir plus précisément les standards de diligence, de compétence et de loyauté imposés aux gestionnaires[38]. Il entendait en outre réduire le caractère absolu de la règle de la majorité et assigner aux tribunaux une discrétion très large pour intervenir sur la base de l'équité dans l'évaluation des comportements contestés[39]. À cet égard, rappelons que le recours communément appelé « recours pour oppression » est devenu, au cours des deux dernières décennies, un terrain

---

32. *Loi canadienne sur les sociétés par actions*, L.R.C. 1985, c. C-44, art. 6, 7, 8 et 262 (ci-après citée : « L.C.S.A »).
33. Art. 15 L.C.S.A.
34. Art. 5 L.C.S.A.
35. Pour les règles facultatives, voir : art. 25, 27, 28, 34, 36, 102, 103, 105, 107 L.C.S.A.
36. Art. 146 L.C.S.A.
37. Voir les dispositions relatives à la sollicitation des procurations et celles qui sont liées à la participation des actionnaires au processus décisionnel de la société. R.W.V. DICKERSON, J.L. HOWARD et L. GETZ, *op. cit.*, note 31, t. 1, pp. 113-118 ; dans la législation actuelle, voir : art. 103 (5), 137, 147-154 L.C.S.A.
38. R.W.V. DICKERSON, J.L. HOWARD et L. GETZ, *op. cit.*, note 31, t. 1, pp. 86-92 ; voir : art. 122, 120 L.C.S.A.
39. R.W.V. DICKERSON, J.L. HOWARD et L. GETZ, *op. cit.*, note 31, t. 1, p. 188 ; art. 238-252 L.C.S.A.

très fertile d'interventions judiciaires pour résoudre les conflits entre dirigeants et les actionnaires majoritaires et minoritaires, de même qu'entre les entreprises et leurs créanciers[40].

Il est important de souligner, cependant, que le Québec, en s'inspirant du modèle fédéral pour moderniser sa législation, n'a retenu que les deux premiers volets de la réforme, soit l'assouplissement des règles pour la création et l'administration des entreprises de même que la promotion de la liberté contractuelle pour l'aménagement des relations internes dans l'entreprise[41]. Par contre, il s'est abstenu d'introduire un régime de responsabilité et de protection semblable à celui qui avait été retenu en faveur des actionnaires dans le modèle fédéral, obligeant ainsi les parties à se tourner vers le droit commun qui confère aux tribunaux des pouvoirs d'intervention très limités[42]. L'absence d'un régime élaboré de responsabilité et de protection dans la loi québécoise a pu ainsi rendre cette dernière plus attrayante aux yeux des investisseurs qui craignaient une utilisation abusive des pouvoirs conférés aux actionnaires minoritaires[43].

Par ailleurs, cette réserve de la part du gouvernement québécois a été compensée en partie par son action dans le domaine du marché des valeurs mobilières dont la réglementation, à l'instar de celle des autres provinces, a pris une ampleur considérable au cours des trois dernières décennies. Après la débâcle financière qui avait ébranlé le marché nord-américain à la fin des années 20 et au début des années 30, le Congrès américain a voulu rétablir la confiance des investisseurs en imposant aux entreprises un régime étendu de divulgation d'information pour permettre à ces derniers d'évaluer

---

40. B.L. WELLING, *op. cit.*, note 29, pp. 553-564 ; M. CONDON, « Pandora's Box or Troyan Horse ? Recent Developments in the Use of the Oppression Remedy Under the CBCA », dans *Les sociétés par actions à la croisée des chemins — Corporations at the Crossroads, Conférences Meredith*, Montréal, Université McGill, 1995, pp. 461-493.

41. Voir : la *Loi modifiant la Loi des compagnies et d'autres dispositions* législatives, L.Q. 1979, c. 31, entrée en vigueur le 30 janvier 1980 ; et la *Loi modifiant la Loi sur les compagnies et la Loi sur les déclarations des compagnies et sociétés*, L.Q. 1980, c. 28, entrée en vigueur le 16 février 1981.

42. M. MARTEL et P. MARTEL, *La compagnie au Québec — Les aspects juridiques*, t. 1, Ottawa, Wilson & Lafleur, 1998, pp. 2-8, 2-9 ; R. CRÊTE, *loc. cit.*, note 29, 52-54.

43. Les modifications adoptées au Québec en 1979 et en 1980 ne devaient constituer qu'une étape dans un processus de réforme plus large qui devait être complété ultérieurement. Cependant, le gouvernement québécois n'a pas donné suite à ce projet de réforme, préférant plutôt accorder la priorité à l'adoption en 1993 de la *Loi sur la publicité légale des entreprises individuelles, des sociétés et des personnes morales*, L.R.Q., c. P-45. Pour le gouvernement, l'adoption de cette dernière loi présentait un intérêt tout particulier en raison des revenus considérables qu'elle allait engendrer. Au sujet des revenus produits par la constitution et l'immatriculation des entreprises au Québec, voir, *infra*, le texte correspondant à la note 102.

l'opportunité de leurs placements[44]. Ce régime est devenu la pierre angulaire de la législation fédérale américaine qui a, par la suite, servi de modèle pour l'adoption des législations provinciales canadiennes[45].

Encore une fois, dans le but de faciliter la collecte de capitaux, l'État québécois s'est fait le partenaire des entreprises en mettant en place un cadre réglementaire qui, sous la gouverne de la Commission des valeurs mobilières du Québec (CVMQ), a pour objet de canaliser de manière efficiente l'épargne publique vers les entreprises à la recherche de sources de financement importantes. Par une réglementation axée principalement sur la divulgation d'information, les gouvernants veulent ainsi promouvoir une concurrence active entre les divers acteurs, de même qu'un accès libre et égal à l'information disponible et la minimisation des frais de transaction. Parallèlement à cet objectif d'efficience, l'État a également introduit des objectifs d'intégrité et d'équité dans les échanges afin de préserver la confiance des investisseurs dans le fonctionnement de ce marché. C'est ainsi que les organismes de surveillance et de contrôle comme la CVMQ et les tribunaux peuvent vérifier les qualités d'honnêteté et de probité des acteurs, empêcher les comportements frauduleux ou abusifs, prévenir les conflits d'intérêts et, enfin, favoriser l'égalité de traitement entre les investisseurs.

Tout en établissant ce régime étendu d'obligations d'information, l'État manifeste à l'égard des entreprises un souci constant de minimiser les coûts engendrés par le respect de sa réglementation. Cette préoccupation se traduit, entre autres, par l'octroi de nombreuses dispenses pour des placements s'adressant à un nombre relativement restreint d'investisseurs ou à des personnes « averties » qui, en raison de leur expérience et de leur expertise, n'ont pas besoin de la protection de la loi, comme les investisseurs institutionnels. Compte tenu de l'importance économique considérable de ces derniers dans le marché canadien et québécois, bon nombre de

---

44. Concernant l'histoire de la réglementation américaine relative au marché des valeurs mobilières, voir L. Loss et J. SELIGMAN, *Securities Regulation*, 3e éd., t. 1, Boston, Little, Brown and Company, 1989, pp. 3 et suiv.

45. Pour une étude de la réglementation canadienne relative au marché des valeurs mobilières dans une perspective historique, voir M.G. CONDON, *Making Disclosure — Ideas and Interests in Ontario Securities Regulation*, Toronto, University of Toronto Press, 1998 ; C. ARMSTRONG, *Blue Skies and Boiler Rooms — Buying and Selling Securities in Canada, 1870-1940*, Toronto, University of Toronto Press, 1997 ; D. JOHNSTON et K.D. ROCKWELL, *Canadian Securities Regulation*, 2e éd., Toronto, Butterworths, 1998, pp. 11-21 ; W.M.H. GROVER et J.C. BAILLIE, « Exigences en matière de divulgation », dans CONSOMMATION ET CORPORATIONS CANADA, *Avant-projet d'une loi canadienne sur le marché des valeurs mobilières*, t. 3, Ottawa, Ministère des Approvisionnements et Services Canada, 1979, pp. 401-429.

dispositions et d'actions étatiques s'expliquent en effet par le désir d'adapter la réglementation aux besoins de ce groupe cible[46].

En tenant compte également d'un contexte de libéralisation des échanges où les entreprises sollicitent des fonds dans plusieurs provinces canadiennes et à l'étranger, les régulateurs tentent aussi d'harmoniser les diverses formes de réglementation de manière à minimiser les coûts de transaction des émetteurs appelés à se conformer à celles-ci[47]. Ces efforts d'harmonisation se reflètent notamment par l'adoption de règles ou de politiques similaires et par la reconnaissance mutuelle de la réglementation adoptée par chacune des juridictions[48]. Dans un esprit de coopération, les autorités réglementaires travaillent également pour mettre en place des régimes concertés d'examen des documents d'information et des demandes de dispense en vue de simplifier les démarches des émetteurs appelés à obtenir des approbations administratives dans plusieurs provinces[49]. L'instauration d'un système de dépôt électronique des documents d'information, appelé « SEDAR », constitue un autre exemple des efforts déployés pour réduire les coûts et les délais pour les émetteurs[50].

Par cette réglementation du marché des capitaux, l'État cherche ainsi à faciliter l'accumulation du capital et la maximisation du profit en accordant une importance prédominante à l'efficience des marchés, tout en y subordonnant des principes liés à l'éthique commerciale par l'imposition d'obligations de transparence, d'intégrité, de bonne foi, de loyauté et d'équité. Ces principes complètent les objectifs d'efficience en tentant de prévenir ou de corriger les abus qui pourraient mettre en péril la confiance des investisseurs dans le marché et compromettre éventuellement la recherche des capitaux.

---

46. Voir les articles 3 et 41-63 de la *Loi sur les valeurs mobilières*, L.R.Q., c. V-1.1 (ci-après citée : « L.V.M. ») ; D.W. DRINKWATER, W.K. ORR et R. SORELL, *Private Placements in Canada*, Agincourt, Carswell, 1985.

47. P. ANISMAN, « La réglementation du marché des valeurs mobilières et l'harmonisation des lois provinciales afférentes », dans R.C.C. CUMING (dir.), *L'harmonisation du droit commercial au Canada*, Commission royale sur l'union économique et les perspectives de développement du Canada, vol. 56, Ottawa, Ministère des Approvisionnements et Services Canada, 1986, pp. 85-186.

48. *Ibid.* ; M.R. GILLEN, *Securities Regulation in Canada*, 2e éd., Scarborough, Carswell, 1998, pp. 91-92 ; D. JOHNSTON et K.D. ROCKWELL, *op. cit.*, note 45, pp. 313-322.

49. Voir « Régime d'examen concerté du prospectus et de la notice annuelle, Instruction canadienne 43-291 », *Bull. CVMQ*, vol. 30, nº 46, 19 novembre 1999, annexe E-1 ; « Régime d'examen concerté des demandes de dispense, Instruction canadienne 12-201 », *Bull. CVMQ*, vol. 30, nº 46, 19 novembre 1999, annexe D-1.

50. « Le système électronique de données, d'analyse et de recherche, Norme canadienne 13-101 », *Bull. CVMQ*, vol, 27, nº 50, 13 décembre 1996.

Cependant, comme nous le verrons dans les lignes qui suivent, il semble que les objectifs à atteindre par ce type de réglementation n'aient pas nécessairement la même résonance pour tous les fournisseurs de capitaux, notamment pour les investisseurs économiquement plus faibles qui sont souvent dépourvus de moyens efficaces pour assurer la protection de leurs intérêts. De même, en accordant la primauté à la maximisation des profits, cet environnement juridique laisse dans l'ombre les intérêts d'autres groupes qui risquent pourtant d'être touchés de manière significative par les activités des entreprises.

3. Des intérêts laissés dans l'ombre

En confiant leurs capitaux aux entreprises, les investisseurs acceptent de déléguer la gestion de ces fonds aux gestionnaires et aux administrateurs de celles-ci[51]. Cette délégation comporte cependant des risques de perte pour ces investisseurs. Les membres de la direction peuvent en effet adopter des comportements opportunistes, par exemple en s'accordant des avantages excessifs dans leur intérêt personnel ou encore en privilégiant les intérêts de certains actionnaires importants au détriment des actionnaires minoritaires[52].

Les risques d'abus résultant des conflits entre les actionnaires sont particulièrement élevés dans le contexte du marché canadien en raison de la forte concentration de l'actionnariat des grandes entreprises entre les mains de quelques actionnaires dominants[53]. Comme il a déjà été signalé : « La propriété des compagnies a été historiquement partagée entre, d'une part, les riches familles canadiennes et, d'autre part, les sociétés américaines qui avaient traditionnellement la mainmise sur les industries

---

51. Les actionnaires sont appelés à élire les membres du conseil d'administration, qui, pour leur part, choisiront les dirigeants. Voir à ce sujet : art. 106 (3), 102 (1), 104 (1) d) L.C.S.A. ; art. 88, 83, 89 (4) *Loi sur les compagnies*, L.R.Q., c. C-38 (ci-après désignée L.C.Q.). Les économistes qualifient la délégation d'autorité décisionnelle par les actionnaires de « relation d'agence » : voir J.C. JENSEN et W.H. MECKLING, *loc. cit.*, note 13, 308-310.

52. F.H. BUCKLEY, M. GILLEN et R. YALDEN, *op. cit.*, note 15, pp. 578 et suiv. Dans le langage des économistes, la divergence d'intérêts entre les dirigeants et les actionnaires entraîne des *coûts d'agence* : M.C. JENSEN et W.H. MECKLING, *loc. cit.*, note 13, 308-310.

53. P.S. RAO et C.R. LEE-SING, « Governance Structure, Corporate Decision-Making and Firm Performance in North America », dans R.J. DANIELS et R. MORCK (dir.), *Corporate Decision-Making in Canada*, Calgary, University of Calgary Press, 1995, pp. 47-51, 53 ; R.J. DANIELS et J.G. MACINTOSH, « Toward a Distinctive Corporate Law Regime », (1991) 29 *Osgoode Hall L. J.* 863, 884 ; Y. GADHOUM, *Concentration de la propriété et décisions de dividendes*, thèse de doctorat, Québec, Faculté des sciences de l'administration, Université Laval, 1995, pp. 28-54.

manufacturière et minière[54]. » Dans un tel contexte, les actionnaires majoritaires ou importants, qui occupent souvent les postes clés au sein de la direction des entreprises, peuvent amener celle-ci à s'engager dans des transactions qui privilégient leurs propres intérêts au détriment des actionnaires minoritaires, notamment lors d'une restructuration, de la distribution de profits, de la vente d'actifs ou d'actions ou encore lors d'une fusion[55].

Bien que l'État ait mis en place des mécanismes de surveillance et de contrôle pour prévenir et corriger les comportements préjudiciables aux intérêts des actionnaires, l'analyse des diverses contraintes inhérentes à la mise en œuvre de ceux-ci permet de douter de leur efficacité, plus particulièrement dans le contexte des moyennes et des grandes entreprises. Pour certains investisseurs, notamment ceux dont la taille des investissements est relativement faible, il semble que les régimes de protection tant internes qu'externes aient, en réalité, une portée plutôt symbolique. Les études récentes sur le comportement des investisseurs institutionnels, dont la présence au sein de l'actionnariat canadien n'a cessé de croître au cours des trois dernières décennies, font d'ailleurs bien ressortir les nombreux facteurs qui risquent de dissuader ces actionnaires de recourir à ces mécanismes[56].

Comme mécanisme de contrôle interne, les actionnaires disposent d'un droit de regard sur l'administration de la société par l'entremise de l'exercice de leur droit de vote, qui leur permet de choisir les membres de la direction et d'approuver les décisions importantes de l'entreprise[57]. Dans l'hypothèse où la direction agit de manière opportuniste, ceux-ci pourraient donc théoriquement exercer leur pouvoir de discipline en destituant les membres de l'équipe en place ou en désapprouvant les projets soumis par

---

54. R. CRÊTE 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 *McGill L. J.* 863, 935, 936 (voir aussi les références citées à la note 283 de cet article).

55. R.J. DANIELS et J.G. MACINTOSH, *loc. cit.*, note 53, 885-886. À cet égard, les relations entre les compagnies mères et leurs filiales illustrent bien les divergences d'intérêts qui peuvent survenir entre les actionnaires majoritaires et minoritaires, par exemple lorsque la direction de la filiale, contrôlée par les représentants de la compagnie mère ou agissant selon les instructions de celle-ci, décide de vendre, à la compagnie mère ou à une autre compagnie liée à cette dernière, des actifs de la filiale à un prix qui ne correspond pas à la valeur marchande. Voir les détails de l'affaire *Wesfield Minerals*, telle qu'elle a été rapportée par R.J. DANIELS et J.G. MACINTOSH, *loc. cit.*, note 53, 921-932.

56. R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, *loc. cit.*, note 54 ; J.G. MACINTOSH, « The Role of Institutional and Retail Investors in Canadian Capital Markets », (1993) 31 *Osgoode Hall L. J.* 371 ; J.G. MACINTOSH, « Institutional Shareholders and Corporate Governance in Canada », (1996) 26 *Can. Bus. L. J.* 145.

57. Art. 88, 89, 91, 97-103, 123.77, 123.90-123.97, 113 (2), 114, 123.101-123.107, 49 (1), 123.125, 213.126 L.C.Q. ; art. 103 (2) (5), 106 (3), 162, 163, 173, 176, 183, 210 (2), 211 (3) L.C.S.A.

la direction. Or, il est peu probable que de telles initiatives soient prises par des investisseurs dissidents en raison du problème lié à l'action collective et aux « passagers clandestins » (*free riders*)[58]. En effet, si un investisseur évalue l'opportunité d'agir sur la base d'une analyse coût/bénéfice, il sera peu enclin à s'engager sur ce terrain en raison des frais qu'il devra supporter pour obtenir l'appui de ses coactionnaires, alors que ces derniers, en tant que passagers clandestins, pourraient bénéficier de son initiative sans pour autant en payer les frais. Bien que le législateur fédéral ait tenté de remédier à ce problème en offrant la possibilité aux actionnaires de soumettre des propositions aux frais de la société, il semble que ce mécanisme de participation est demeuré peu populaire, notamment en raison des restrictions importantes qui en limitent le champ d'application[59]. Au surplus, dans le cas où les entreprises sont contrôlées par un ou quelques actionnaires dominants qui occupent les fonctions de direction, les propositions des actionnaires minoritaires sont encore plus improbables puisqu'elles sont vouées à l'échec dans la mesure où les actionnaires dominants n'auront qu'à les rejeter.

Comme mécanismes de contrôle externe, la réglementation prévoit également des recours judiciaires qui confèrent aux tribunaux des pouvoirs relativement étendus de nature préventive et curative à la suite de comportements préjudiciables aux intérêts des actionnaires[60]. Encore là, pour les petits investisseurs, les bénéfices d'une intervention judiciaire pourraient ne pas suffire à compenser le coût engendré par ces initiatives comme les frais judiciaires et extrajudiciaires, le temps et les énergies dépensées, lesquels peuvent s'avérer relativement importants. Dans le domaine de la réglementation du marché des valeurs mobilières, il est d'ailleurs révélateur d'observer le nombre très peu élevé de recours de responsabilité civile intentés par des investisseurs individuels, notamment en matière de rensei-

---

58. « Selon la théorie de l'action collective formulée par OLSON, un actionnaire rationnel réalisera une intervention si cette dernière s'avère profitable pour lui au terme d'une analyse coût/bénéfice » : voir R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, *loc. cit.*, note 54, 896-897 et la note 109 de leur article qui se réfère, entre autres, à l'ouvrage suivant : M. OLSON, *The Logic of Collective Action : Public Goods and the Theory of Groups*, 2e éd., Cambridge, Harvard University Press, 1971, pp. 23-24 ; l'expression « passager clandestin » est la traduction de l'expression anglaise *free rider* employée en économie pour désigner les personnes qui bénéficient d'un service collectif sans participer à son financement. Voir A. BEITONE et autres, *Dictionnaire des sciences économiques*, Paris, Armand Colin, 1991, p. 232.

59. R. CRÊTE, *The Proxy System in Canadian Corporations — A Critical Analysis*, Montréal, Wilson & Lafleur, 1986, pp. 196 et suiv.

60. Voir : art. 238-252 L.C.S.A. ; art. 202-233.1 L.V.M. ; au sujet des recours, voir B. WELLING, *op. cit.*, note 29, pp. 509 et suiv.

gnements faux ou trompeurs diffusés par les entreprises, de même qu'en ce qui concerne les opérations d'initiés[61].

En outre, comme nous l'avons décrit précédemment, un actionnaire qui envisage un recours judiciaire peut faire face au problème lié aux passagers clandestins dans la mesure où ses coactionnaires pourraient bénéficier de l'intervention mais sans pour autant partager l'ensemble des frais. Il en serait ainsi pour les actions intentées par des actionnaires au nom de la société à la suite de comportements préjudiciables de la part de la direction de celle-ci[62]. Et bien que la procédure du recours collectif permette de minimiser ces effets dissuasifs, une étude récente met en évidence les nombreuses difficultés pratiques auxquelles sont confrontés les demandeurs et qui pourraient freiner les initiatives de ceux-ci[63].

Comme autre élément dissuasif susceptible de décourager les actionnaires d'exercer un recours contre la direction des entreprises, il convient également de mentionner la déférence traditionnelle que les tribunaux

---

61. Au Québec, à notre connaissance, aucun jugement n'a été rendu sur la base du régime de responsabilité civile prévue dans l'actuelle *Loi sur les valeurs mobilières* en matière de renseignements faux ou trompeurs contenus dans un prospectus. Par contre, quelques jugements ont été rendus en vertu du régime de droit commun. Voir : *Dupuis* c. *Pan American Mines*, (1979) 7 B.L.R. 288 (C.S.Q.) ; R. DEMERS, « Prospectus Liability and Investor Protection in Quebec Law », (1977) 18 *C. de D. 745* ; pour les recours en matière de responsabilité civile à la suite de renseignements faux ou trompeurs divulgués dans le cadre d'offres publiques d'achat, voir : *Investissements Oxdon inc.* c. *Corporation d'acquisition Socanav-Caisse inc.*, [1989] R.J.Q. 2387 (C.S.) ; *Behar* c. *Golden Pond Resources inc.*, [1986] R.J.Q. 3064 (C.S.) ; en matière d'opérations d'initiés, aucun jugement, à notre connaissance, n'a été rendu sur la base du régime de responsabilité civile prévu dans la *Loi sur les valeurs mobilières*. Par contre, quelques jugements l'ont été conformément au régime de responsabilité pénale prévu dans cette loi. Voir : *Commission des valeurs mobilières du Québec* c. *Blaikie*, [1988] R.J.Q. 1461 (C.S.P.) ; *Commission des valeurs mobilières du Québec* c. *Szaszkiewicz*, [1989] R.J.Q. 458 (C.Q.) ; *Commission des valeurs mobilières du Québec* c. *Smith*, J.E. 94-579 (C.Q.). Au sujet des régimes de responsabilité civile en matière de divulgation d'information, voir S. ROUSSEAU et R. CRÊTE, « L'environnement législatif québécois au regard du projet de responsabilité civile dans le contexte du marché secondaire des valeurs mobilières », dans le tome 59 de la *Revue du Barreau*.

62. Au sujet de l'action oblique, voir le recours prévu dans l'article 239 de la *Loi canadienne sur les sociétés par actions*. La législation fédérale tente de réduire cet effet dissuasif en conférant au tribunal la discrétion de mettre à la charge de la société les frais légaux engagés par le demandeur ; voir : art. 240 L.C.S.A.

63. P.C. LAFOND, *Le recours collectif comme voie d'accès à la justice pour les consommateurs*, Montréal, Éditions Thémis, 1996, pp. 484-487 ; au sujet des perspectives du recours collectif en Ontario, plus particulièrement, dans le contexte des poursuites en matière de renseignements faux ou trompeurs contenus dans un prospectus, voir J.J. CHAPMAN, « Class Proceedings for Prospectus Misrepresentations », (1994) 93 *Can. B. Rev.* 492.

manifestent à l'égard de la direction dans la gestion des affaires internes des entreprises, ce qui peut avoir pour effet de rendre encore plus périlleuses les mesures préventives ou curatives envisagées par des actionnaires et, ultimement, les dissuader de s'engager dans la voie judiciaire[64]. La jurisprudence rendue en matière d'offres publiques d'achat, plus particulièrement dans les cas où des actionnaires contestent l'utilisation de mesures défensives pour contrer une prise de contrôle, illustre bien cette déférence de la part des tribunaux à l'égard de la direction des entreprises[65].

Si les recours judiciaires peuvent difficilement offrir une protection appropriée aux investisseurs économiquement plus faibles, il y a lieu de se demander, par ailleurs, si les organismes de régulation économique sont en mesure d'assurer une meilleure protection à ces derniers. Cette question se pose notamment au regard du rôle exercé par la CVMQ qui, par l'exercice de ses pouvoirs quasi réglementaires, administratifs et juridictionnels, est appelée à régir la divulgation d'information par les entreprises faisant appel publiquement à l'épargne et à prévenir les pratiques déloyales, abusives et frauduleuses[66]. Comparativement à celui des tribunaux judiciaires, le contrôle exercé par la CVMQ présente certes des avantages en raison de la rapidité, de la flexibilité et de la spécialisation qui caractérisent la structure et le fonctionnement de ce type d'organisme.

Tout en reconnaissant ces avantages, certains critiques de la régulation économique émettent cependant l'hypothèse selon laquelle cette réglementation serait conçue et appliquée en vue de protéger les intérêts des entreprises réglementées et non l'intérêt public. En s'appuyant sur la théorie de la « capture » (theory of capture) pour analyser l'action politique, ces critiques suggèrent que les régulateurs, en réponse aux pressions exercées par certains groupes influents, élaborent et mettent en place une réglementation

---

64. M. MARTEL et P. MARTEL, *op. cit.*, note 42, pp. 30-31 et suiv.

65. Voir *Cogeco Cable Inc.* c. *CFCF inc.*, [1996] R.J.Q. 1360 (C.S.) ; *Olympia & York Enterprises Ltd. and Hiram Walker Resources Ltd.*, (1986) 59 O.R. (2d) 254 (Ont. H.C.J. Div. Ct) ; *CW Shareholdings Inc.* c. *WIC Western International Communications Ltd.*, [1998] O.J. No. 1886 (Ont. Ct. of Justice, Gen. Div.) ; *Pente Investment Management Ltd.* c. *Schneider Corp.*, [1998] O.J. No. 4142 (Ont. C.A.).

66. Au sujet des pouvoirs de la CVMQ, voir R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, « Certains pouvoirs de la Commission des valeurs mobilières du Québec vus sous un angle constitutionnel », (1994) 28 *Thémis* 1 ; R. CRÊTE, « L'appréciation de l'intérêt public dans le marché des valeurs mobilières — Un pouvoir discrétionnaire trop envahissant », dans SERVICE DE LA FORMATION PERMANENTE, BARREAU DU QUÉBEC, *Développements récents en droit commercial*, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 1992, p. 21, à la page 30 ; J.L. BILODEAU, *La régulation du marché des valeurs mobilières au moyen de normes de portée générale*, mémoire de maîtrise, Québec, Faculté des études supérieures, Université Laval, 1996.

qui permet de contrôler l'accès au marché, de manière à établir des cartels favorisant la maximisation des profits des entreprises réglementées[67]. Ils admettent, par ailleurs, que les pressions multiples et contradictoires exercées auprès des autorités politiques dans le processus d'élaboration et d'application de la réglementation peut contrecarrer l'objectif de maximisation des profits visé par les entreprises assujetties[68].

À partir de cette grille d'analyse fondée sur la théorie de la « capture », des chercheurs américains ont ainsi tenté de démontrer que le système de divulgation imposé par la réglementation fédérale du marché des valeurs mobilières profitait non pas aux investisseurs et aux émetteurs mais plutôt à un petit groupe d'intermédiaires professionnels engagés dans le processus de diffusion de l'information, tels les avocats, les comptables, les conseillers en valeurs et les employés de la Securities and Exchange Commission[69]. Selon ces derniers, les personnes appelées à payer pour la mise en place et l'application de ce système de divulgation, par exemple les investisseurs, les clients et les émetteurs, sont peu enclins à s'organiser pour s'opposer à ce système, sauf dans certains cas précis, lorsque le régime de divulgation risque de nuire de manière significative aux intérêts de secteurs particuliers de l'industrie, comme les entreprises d'exploitation de ressources naturelles[70].

L'application de cette théorie fait cependant l'objet de critiques, notamment de la part de certains auteurs canadiens comme Mary Condon qui a étudié l'évolution de la réglementation ontarienne du marché des valeurs mobilières durant la seconde moitié du XX^e siècle[71]. À son avis, la mise en évidence des intérêts touchés par l'activité réglementaire, en raison du caractère mouvant et malléable de ceux-ci, ne peut seule suffire à expliquer le contenu et la mise en œuvre de la réglementation. Comme elle le souligne, ce processus est plutôt le résultat d'une interaction dynamique entre les idéologies (*ideas*) et les intérêts, en ce sens que les valeurs ou les principes contribuent à façonner les intérêts mis en avant, tout comme ceux-ci peuvent influer sur le développement et l'interprétation de ceux-là[72].

---

67. G.J. STIGLER, « The Theory of Economic Regulation », *Bell J. of Econ. & Mgmt Sci.*, vol. 2, 1971, p. 3.
68. *Id.*, pp. 6-7.
69. S.M. PHILLIPS et J.R. ZECHER, *The SEC and the Public Interest*, Cambridge, MIT Press, 1981, pp. 51, 118.
70. *Id.*, p. 51.
71. M.G. CONDON, *op. cit.*, note 45, pp. 3-16, et plus particulièrement les pages 6-7.
72. *Id.*, pp. 14-15.

Tout en rejetant une approche axée uniquement sur l'analyse des intérêts, l'auteure fait néanmoins bien ressortir l'importance accordée, selon les époques, à la promotion des intérêts de certains groupes influents dans l'évolution de l'activité réglementaire. Notamment, elle met en évidence les diverses initiatives prises, au cours des années 40 et 50, par le gouvernement et par la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario pour répondre aux besoins de l'industrie minière qui, à cette époque, représentait un secteur crucial de l'économie de cette province. Après la création d'une commission royale chargée d'étudier les problèmes de fraude qui nuisaient à cette industrie, le gouvernement a voulu rétablir la confiance des investisseurs de manière à favoriser la collecte des capitaux pour le financement des entreprises de ce secteur. Dans cette perspective, il a adopté, en 1945, une nouvelle loi sur les valeurs mobilières dont les principes fondamentaux de divulgation et les pouvoirs de contrôle importants conférés à la Commission ont profondément marqué le développement du droit en ce domaine[73].

Dans son analyse de la réglementation plus récente, Condon reconnaît, par ailleurs, l'absence d'autonomie de certains intérêts, notamment ceux des « petits investisseurs individuels[74] ». L'auteure conclut à cet égard que le discours en vue d'assurer la protection de ces derniers a habituellement été construit par des groupes plus puissants, comme les autorités réglementaires et les actionnaires dominants, et ce, même si les petits investisseurs individuels ont, depuis longtemps, cédé la place aux investisseurs institutionnels dans le marché canadien des valeurs mobilières. Les groupes influents ont ainsi été en mesure de construire non seulement leur propre discours, mais également le discours au nom des petits investisseurs dont les intérêts présentent une valeur symbolique considérable.

Bien que l'importance économique des investisseurs individuels soit relativement faible dans le marché, la question reste cependant de savoir si la construction du discours au nom de ces derniers ne s'est pas faite pour légitimer des initiatives réglementaires qui, dans les faits, ont favorisé davantage les intérêts de certains groupes dominants. D'autres recherches empiriques seraient nécessaires pour explorer plus à fond cette hypothèse. Pour le moment, il est possible néanmoins de conclure que les « petits investisseurs individuels » sont demeurés absents du processus d'élaboration et d'application du discours ayant pour objet de favoriser leur protection.

---

73. *Id.*, pp. 17-53.
74. *Id.*, pp. 229, 230.

Contrairement aux intérêts de ces fournisseurs de capitaux qui ont constamment servi à alimenter l'imagination des autorités réglementaires et à justifier leurs actions, d'autres groupes n'ont pas encore vu leurs intérêts officiellement reconnus dans la réglementation des sociétés par actions et du marché des valeurs mobilières[75]. Conforme à la pensée libérale qui consacre la propriété privée comme valeur fondamentale, cette réglementation donne préséance aux intérêts des « propriétaires » de l'entreprise en leur conférant des pouvoirs de contrôle dans la régie interne de celle-ci en vue d'assurer la maximisation de leurs profits. Par ailleurs, elle laisse dans l'ombre les intérêts d'autres groupes, tels les employés, les créanciers, les fournisseurs, les consommateurs et les communautés environnantes qui, pourtant, peuvent être touchés de manière significative par les activités des entreprises, notamment en matière d'emploi, de conditions de travail, de santé, de sécurité, de protection de l'environnement ou de culture. Que l'on pense à la production de biens dangereux pour la santé ou la sécurité des travailleurs ou des consommateurs, à la surexploitation des ressources naturelles et de ses effets sur l'environnement ou encore aux phénomènes de prises de contrôle, de concentration et de réorganisations d'entreprises qui entraînent des pertes d'emplois et la délocalisation d'entreprises, plus particulièrement dans le contexte actuel de mondialisation de l'économie. Les intérêts de ces autres groupes peuvent ainsi devenir une source de conflits importante avec les intérêts des fournisseurs de capitaux qui recherchent le profit maximal[76].

---

75. La législation relative aux sociétés par actions est axée sur la protection des intérêts des fournisseurs de capitaux, soit ceux des actionnaires et, dans une moindre mesure, ceux des créanciers. En tant que créanciers, les employés bénéficient d'un recours personnel contre les administrateurs pour les salaires impayés en cas de faillite. Voir : art. 119 L.C.S.A ; *Loi des compagnies*, L.R.Q., c-38, art. 96. Les créanciers peuvent également être considérés comme des « plaignants » aux fins des recours généraux prévus dans les articles 238 et suivants de la *Loi canadienne sur les sociétés par actions.*

76. La littérature scientifique et les médias ne manquent pas d'ailleurs de mettre en évidence les nombreux cas de comportements irresponsables de la part des entreprises. Dans son article sur le pouvoir des sociétés, Stanley Beck cite les exemples suivants : 1) le refus de la compagnie Johns-Manville de reconnaître les effets nocifs de l'amiante sur la santé des travailleurs ; 2) le refus semblable de la Canada Metal Company concernant les effets intoxicants de la contamination à base de plomb ; 3) le cas d'empoisonnement au mercure d'une rivière du nord de l'Ontario par la Reed Paper Co. et, par la suite, par la Great Lake Forest Products Ltd. ; 4) le versement de déchets de taconite dans le lac Supérieur par la Reserve Mining Company ; et 5) les cas bien connus aux États-Unis dans les affaires impliquant les compagnies Ford Motor Company, Allied Chemical, Lockeed Aircraft, General Motors et Firestone Rubber. Voir S. BECK, « Le pouvoir des sociétés et la politique d'État », dans I. BERNIER et A. LAJOIE (dir.), *La protection des consommateurs, le droit de l'environnement et le pouvoir des sociétés*, Commission royale sur l'union économique et les perspectives de développement du Canada, vol. 50, Ottawa,

Cette prise de conscience des effets importants des activités des entreprises à l'égard des intérêts de différents groupes a donné lieu à une littérature abondante sur l'opportunité et sur les divers moyens de promouvoir la responsabilité sociale des entreprises[77]. Certains suggèrent de modifier la composition et le fonctionnement des conseils d'administration afin de promouvoir la transparence au sein de ces conseils et l'indépendance de ses membres de manière que ceux-ci puissent exercer un contrôle efficace de la direction et prévenir les actes antisociaux[78]. D'autres proposent de conférer un pouvoir de participation à certains groupes, tels les employés, ou de modifier les devoirs des administrateurs pour les obliger à tenir compte des intérêts non seulement des actionnaires mais également des autres groupes touchés par les activités des entreprises[79] ou, à tout le moins,

---

Ministère des Approvisionnements et Services Canada, 1986, p. 209, aux pages 210-211 ; R. DANIELS, « Stakeholders and Takeovers : Can Contractarianism Be Compassionate », (1993) 43 *U. of Toronto L. J.* 315, 317-325, 241-243.

77. Comme le note Harry Glasbeek qui a jeté un regard critique sur ce mouvement, la littérature publiée sur cette question vient principalement des États-Unis. Voir la liste non exhaustive qu'il a répertoriée : H. GLASBEEK, « The Corporate Social Responsibility Movement — The Latest in Maginot Lines to Save Capitalism », (1988) 11 *Dalhousie L. J.* 363, pp. 366-367 (voir en particulier la note 14 de cet article) ; aux États-Unis, voir C.D. STONE, *Where the Law Ends*, New York, Harper & Row, 1975 ; C.A. CAROLL (dir.), *Managing Corporate Responsibility*, Boston, Little Brown & Co., 1977 ; au Canada, voir H. GLASBEEK, *loc. cit.*, note 77 ; S. BECK, *loc. cit.*, note 76 ; R. DANIELS, *loc. cit.*, note 76, 325-331. H. GLASBEEK, *loc. cit.*, note 77, 373-382, fait une revue des diverses propositions soumises à ce sujet.

78. Voir : S. BECK, *loc. cit.*, note 76, 244-249 ; C.S. AXWORTHY, « Corporation Law as if Some People Mattered », (1986) 36 *U. of Toronto L. J.* 392, 399-404.

79. Dans le cadre du processus de révision de la *Loi canadienne sur les sociétés par actions*, le gouvernement fédéral, en 1995, a publié un document de consultation sur la responsabilité des administrateurs. Une des questions soulevées dans ce rapport concernait la pertinence de modifier la loi fédérale pour définir l'expression « au mieux des intérêts de la société » prévue dans l'article 122 de cette loi, de manière à permettre aux administrateurs de prendre en considération non seulement les intérêts des actionnaires mais également ceux d'autres parties intéressées. Au terme de l'analyse de cette question, les auteurs du rapport recommandent de ne pas modifier cette disposition. Voir : INDUSTRIE CANADA, *Loi canadienne sur les sociétés par actions — Document de consultation — Responsabilité des administrateurs*, Ottawa, Industrie Canada, 1995. Au sujet des mesures de protection en faveur des employés, voir B.R. CHEFFINS, *op. cit.*, note 8, pp. 554-601 ; R. DANIELS, *loc. cit.*, note 76 ; C.W. AXWORTHY, *loc. cit.*, note 78 ; J. SARRA, « Corporate Governance Reform : Recognition of Workers' Equitable Investments in the Firm », (1999) 32 *Can. Bus. L. J.* 384. La législation britannique relative aux compagnies impose aux administrateurs une obligation de tenir compte des intérêts des employés : voir la *Companies Act*, 1985, c. 6, art. 309. Aux États-Unis, certains États ont adopté une disposition législative qui permet aux administrateurs de tenir compte des intérêts des divers groupes touchés par les activités des entreprises. Voir : ABA COMMITTEE ON CORPORATE LAWS, « Other Constituencies Statutes : Potential for Confusion », (1990) 45 *Bus. Lawyer* 2253.

leur permettre de le faire. Aucune de ces propositions n'a cependant encore trouvé écho dans la législation fédérale et québécoise relative aux sociétés par actions et au marché des valeurs mobilières.

Par ailleurs, certaines initiatives peuvent témoigner d'un désir de la part des entreprises de reconnaître publiquement leur responsabilité sociale, notamment par des déclarations faites par leurs dirigeants ou par l'adoption de politiques ou de codes d'éthique. Au cours des deux dernières décennies, les codes d'éthique ont connu une popularité sans cesse croissante au Canada, plus particulièrement dans les grandes entreprises, qui profitent de cette occasion pour expliciter leur mission et les valeurs à promouvoir, de même que les comportements à rechercher ou à éviter[80]. Les observateurs qui ont analysé ce phénomène n'ont pas manqué cependant de souligner la portée restreinte des codes d'éthique[81]. Dans l'ensemble, ces derniers ne font que reproduire la législation existante, en réitérant les devoirs de loyauté et d'intégrité des employés et en rappelant les obligations légales en matière de santé et de sécurité au travail, de non-discrimination à l'égard des groupes minoritaires, de protection de l'environnement et de conflits d'intérêts. L'examen de ces documents montre que les entreprises poursuivent avant tout une fin utilitaire en voulant prévenir les écarts de conduite qui risquent de porter atteinte à leurs intérêts et de mettre en péril leur réputation.

En somme, la promotion de la responsabilité sociale par l'adoption de codes d'éthique se résume donc, pour bon nombre d'entreprises, à agir de manière conforme aux normes légales[82]. Cette conception de la responsabilité sociale rejoint en fait celle qui a été défendue par l'économiste américain Milton Friedman. Celui-ci, dans sa célèbre déclaration, faisait valoir que l'unique responsabilité sociale des entreprises consistait à maximiser les profits dans les limites prévues en vertu de la réglementation et des

---

80. R. CRÊTE, « L'implantation des codes d'éthique dans le milieu des affaires québécois et canadien — Quelques réflexions sur les pratiques actuelles », dans SERVICE DE LA FORMATION PERMANENTE, BARREAU DU QUÉBEC, *Développements récents en droit commercial*, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 1998, pp. 135-136 (voir en particulier les références à la note 2 de cet article).

81. *Ibid.* ; M. DION et R. LESCARBEAU, « Les codes d'éthique des entreprises manufacturières au Québec : état des perceptions des dirigeants », *Ethica*, vol. 7, 1995, pp. 113-144 ; D. GIRARD et M. PROVOST, « La gestion des risques éthiques dans les entreprises au Québec : le rôle du conseil d'administration », *Gestion*, vol. 23, 1998, pp. 93-98 ; M. LEFEBVRE et J.B. SINGH, « The Content and Focus of Canadian Corporate Codes of Ethics », *J. of Bus. Ethics*, vol. 11, 1992, pp. 799-808.

82. S. BECK, *loc. cit.*, note 76, 237.

pratiques éthiques largement reconnues[83]. Dans les faits, par contre, il semble que même cette approche restrictive de la responsabilité sociale ne correspond pas nécessairement à la réalité, puisque certaines entreprises font fi de ces limites qu'elles considèrent comme une entrave à la maximisation des profits. À ce propos, Stanley M. Beck soulignait : « Au chapitre de la pollution, de l'hygiène au travail et de la sécurité des consommateurs, les grandes entreprises ont la triste réputation de ne pas se conformer aux lois et aux règlements, de faire preuve d'indocilité, d'entraver les mesures correctives et de dissimuler les faits[84]. » Dans une veine similaire, la recherche du profit pourrait aussi expliquer les efforts déployés par les entreprises pour s'opposer aux revendications sociales ou pour contester les mesures conçues pour répondre à ce type de préoccupation[85].

Il convient de souligner que le contexte économique dans lequel évoluent les entreprises ne contribue guère à favoriser l'adoption de comportements socialement responsables. Selon Beck, « les pressions de la concurrence, l'adhésion des gestionnaires au critère des profits, la discipline des marchés financiers et les exigences de la propriété institutionnelle ont toutes contribué à la primauté des notions de profit et de croissance profitable dans les activités des entreprises[86] ». Dans un tel contexte où le rendement financier des entreprises doit constamment primer, il n'est donc pas surprenant que les gestionnaires de celles-ci soient peu enclins à prendre des mesures d'ordre social qui risquent de diminuer les profits recherchés.

En résumé, la précédente analyse permet de constater que certains groupes touchés par le comportement des entreprises et de leurs gestionnaires peuvent difficilement trouver dans la réglementation à l'étude un aménagement juridique favorable à la protection de leurs intérêts. Pour mieux comprendre les initiatives de l'État en ce domaine, il convient également de tenir compte de ses rapports avec les entreprises dans le processus d'élaboration et d'application des concepts et des règles. Comme nous le verrons dans les lignes qui suivent, un bref regard sur ces rapports suggère l'existence d'une étroite collaboration entre ces partenaires au sein de laquelle les entreprises sont en mesure d'exercer une influence significative sur l'action gouvernementale.

---

83. M. FRIEDMAN, « The Social Responsibility of Business is to Increase Profits », *New York Times Magazine* (13 septembre 1970).
84. S. BECK, *loc. cit.*, note 76, 243.
85. *Ibid.*
86. *Id.*, 241.

4. La négociation et le partage de la réglementation entre les gouvernants et les gouvernés

Dans le processus d'élaboration et de mise en œuvre de la réglementation économique, l'État a recours à différents moyens qui témoignent d'un désir d'adaptation à la réalité du marché et d'adhésion des milieux visés[87]. Ce désir se manifeste notamment par la délégation de pouvoirs de surveillance et de contrôle à des organismes de régulation économique qui, en raison de leur composition et de leur mode de fonctionnement, peuvent mieux répondre aux impératifs de technicité, d'efficacité et d'accessibilité que ne pourraient le faire les canaux traditionnels du Parlement, de l'administration centrale et des tribunaux judiciaires[88].

Dans ce processus de décentralisation, la CVMQ a reçu de vastes pouvoirs de nature quasi réglementaire, administrative et juridictionnelle qui lui permettent de contrôler l'accès et le fonctionnement du marché par le recours à des mécanismes souples et peu formalistes[89]. Composé de personnes issues de divers milieux professionnels (économistes, comptables, conseillers juridiques, courtiers), cet organisme est en mesure d'agir avec l'expertise et l'expérience nécessaires pour réglementer ce secteur de l'activité économique caractérisé par son haut degré de technicité. La CVMQ entretient également des liens étroits avec les acteurs visés en procédant à des consultations officielles et officieuses des intéressés dans l'élaboration des normes. De concert avec les Autorités canadiennes en valeurs mobilières, elle consulte les milieux visés en leur soumettant au préalable les projets de législation, de règlements, d'énoncés de politique et de directives envisagés par les instances gouvernementales. Dans une perspective semblable, la CVMQ travaille en collaboration avec des experts, avocats, comptables et économistes, pour évaluer l'opportunité de réviser sa réglementation et, le cas échéant, pour soumettre des recommandations. À titre d'exemple, au cours des deux dernières décennies, la CVMQ a formé des comités consultatifs *ad hoc*, de même que deux comités permanents chargés d'assurer le lien avec les groupes cibles et d'examiner la réglementation en tenant compte des préoccupations des acteurs du marché[90].

---

87. P. ISSALYS, « Figures et avenir de la déréglementation », *Éthique publique*, vol. 1, 1999, p. 83.
88. P. ISSALYS et D. LEMIEUX, *L'action gouvernementale — Précis de droit des institutions administratives*, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 1997, pp. 342-343.
89. R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, *loc. cit.*, note 66 ; R. CRÊTE, *loc. cit.*, note 66, 25-28.
90. Les deux comités consultatifs permanents sont les suivants : le comité consultatif juridique qui est composé de sept avocats, et le comité consultatif en matière d'information financière qui est constitué d'économistes et de comptables. Voir COMMISSION DES VALEURS MOBILIÈRES DU QUÉBEC, *Rapport annuel, 1997-1998*, Montréal, CVMQ, 1998,

L'exercice des pouvoirs administratifs et juridictionnels par la CVMQ offre également de multiples occasions de discussion, de négociation et d'entente avec les personnes soumises à la réglementation, notamment lors de l'examen des prospectus en vue de l'appel public à l'épargne ou encore dans le cadre des demandes de dispense soumises par les assujettis ou au moment de l'imposition de sanctions administratives par la CVMQ[91].

Les liens étroits que ce type d'organisme entretient avec ces acteurs présentent cependant un risque que les auteurs ne manquent pas de souligner. Dans leur étude sur l'action gouvernementale, les professeurs Issalys et Lemieux notent au sujet des organismes de régulation : « Le risque subsiste, en effet, de voir l'organisme de régulation complètement imprégné par les valeurs, les mentalités, les intérêts et les perspectives du milieu qu'il a pourtant mission de surveiller sur la base de l'intérêt public[92]. » Ce danger nous renvoie de nouveau à la théorie de la « capture » telle qu'elle a été esquissée plus haut et selon laquelle les actions des régulateurs serviraient en fait à protéger les intérêts privés des acteurs économiques dominants[93]. La présente étude ne permet pas cependant de vérifier cette hypothèse dont l'évaluation nécessiterait des recherches empiriques ultérieures.

---

p. 13. Au début des années 80, la CVMQ a également formé, de concert avec l'Ontario Securities Commission (OSC), un comité *ad hoc* en matière d'offres publiques d'achat. Voir, *The Regulation of Take-over Bids in Canada : Premium Private Agreement Transactions*, Report of the Securities Industry Committee on Take-over Bids, Toronto, Ontario Securities Commission, 1983. Plus récemment, à la suite de l'affaire *Bre-X*, la CVMQ a créé un comité *ad hoc* pour revoir les normes applicables à l'industrie minière. Voir : COMITÉ DE RÉFLEXION SUR LE FINANCEMENT DE L'INDUSTRIE MINIÈRE QUÉBÉCOISE, *Rapport final*, Montréal, CVMQ, février 1999.

91. Lors d'un appel public à l'épargne, le personnel de la CVMQ procède à l'examen du prospectus provisoire soumis par l'émetteur et, s'il y a lieu, fait part à ce dernier des corrections à y apporter en vue d'obtenir le visa de la CVMQ. Pour l'imposition des sanctions administratives, la CVMQ possède de larges pouvoirs discrétionnaires pour interdire une opération, pour retirer le bénéfice de dispenses, pour interdire ou ordonner la diffusion d'une information ou encore pour prononcer un blâme contre une personne inscrite. Voir : art. 265, 272.1, 273 L.V.M. Dans certains cas, la CVMQ procède même par entente pour imposer des amendes aux personnes qui pourraient être poursuivies en matière pénale. Voir : « JPL Productions inc., ses dirigeants, employés et mandataires », *Bull. CVMQ*, vol. 25, 7 janvier 1994, p. 2 ; *Entente entre la Commission des valeurs mobilières du Québec et Lionel Wise et al.*, communiqué de presse de la CVMQ, 7 décembre 1993 ; dans une autre entente, la CVMQ a pris acte de l'engagement d'un « initié » de ne siéger à aucun conseil d'administration d'une société publique située au Québec pendant une période de trois ans. Voir *Dans l'affaire Bernard Casiez*, Décision nº 97-C-0035, 30 janvier 1997.

92. P. ISSALYS et D. LEMIEUX, *op. cit.*, note 88.

93. Voir, *supra*, le texte correspondant aux notes 67-70.

Tout comme pour ces organismes de régulation, le transfert des pouvoirs à des organismes d'autoréglementation, comme les bourses, les associations professionnelles de courtiers et de conseillers en valeurs et les chambres de compensation, témoignent également du désir de l'État de s'adapter à la réalité du milieu et d'y favoriser l'adhésion des acteurs soumis à la réglementation économique[94]. Les observateurs voient divers avantages au développement de cette forme d'encadrement de l'activité économique en faisant ressortir notamment l'expérience et l'expertise des régulateurs, la flexibilité dans leurs champs et dans leurs modes d'action, de même que le développement d'une éthique commune et d'un sentiment d'appartenance au sein des membres de ces organismes[95]. Par ailleurs, ils ne manquent pas de souligner du même coup les désavantages ou les dangers liés à la délégation de pouvoirs en faveur des organismes d'autoréglementation, lesquels risquent de faire primer les intérêts de leurs membres au détriment de l'intérêt public. À cet égard, le recours à l'autoréglementation suscite la crainte de partialité, de laxisme et de favoritisme de la part des acteurs appelés à élaborer et à mettre en œuvre leur propre réglementation[96].

En somme, plutôt que d'imposer une réglementation de manière hiérarchique et unilatérale, l'État privilégie un processus de *négociation* et de *partage* avec les acteurs des marchés financiers en vue d'élaborer et de mettre en œuvre des normes adaptées à la réalité du secteur réglementé et plus susceptibles d'entraîner l'adhésion des acteurs visés. Comme l'ont mis en évidence des auteurs tels que C.A. Morand, ce modèle de réglementation participe du phénomène de la contractualisation du droit qui se substitue au droit autoritaire en donnant préséance à la négociation et à la concertation entre les gouvernants et les gouvernés[97]. L'adoption d'une telle approche présente cependant des dangers en raison du risque pour les régulateurs de privilégier les intérêts de certains groupes organisés ou économiquement

94. Voir : art. 169-176 L.V.M. Au sujet de l'autoréglementation dans le domaine des valeurs mobilières, voir D. JOHNSTON et K. DOYLE ROCKWELL, *op. cit.*, note 45, pp. 221-232 ; sur l'autoréglementation en général, voir : M. PRIEST, « The Privatization of Regulation : Five Models of Self-Regulation », (1997-1998) *Ottawa L. Rev.* 233 ; P. ISSALYS, *loc. cit.*, note 87, 85.

95. M. PRIEST, *loc. cit.*, note 94, 268-271 ; P. ISSALYS, *loc. cit.*, note 87, 85.

96. M. PRIEST, *loc. cit.*, note 94, 271-273.

97. C.A. MORAND, « La contractualisation corporatiste de la formation et de la mise en œuvre du droit », dans C.A. MORAND (dir.), *L'État propulsif — Contribution à l'étude des instruments d'action de l'État*, Paris, Publisud, 1991, p. 181 ; voir aussi J. DE MUNCK et J. LENOBLE, « Droit négocié et procéduralisation », dans P. GÉRARD, F. OST et M. VAN DE KERCHOVE, *Droit négocié, droit imposé ?*, Bruxelles, Facultés universitaires Saint-Louis, 1996, p. 171.

plus forts au détriment de ceux dont les intérêts sont dispersés ou plus faibles sur le plan économique. Dans le contexte de la réglementation relative aux sociétés et au marché des capitaux, il y a lieu de croire que le gouvernement prête une oreille particulièrement attentive à certains groupes influents, comme les dirigeants et les actionnaires majoritaires des grandes entreprises, les investisseurs institutionnels, les intermédiaires financiers, les cabinets de professionnels, tels les avocats et les comptables, et, enfin, les diverses associations qui représentent les intérêts de ces différents acteurs[98].

La lecture de rapports gouvernementaux soumis dans le cadre de projets de réforme législative offre à cet égard un éclairage intéressant sur l'influence significative que certains groupes peuvent exercer dans les processus de consultation. Mentionnons à titre d'exemple l'importance accordée aux mémoires présentés par l'Institut canadien des comptables agréés et par l'Association du Barreau canadien dans le rapport publié en 1998 par le Comité sénatorial des banques et du commerce, qui a examiné la pertinence de modifier la législation fédérale en matière de poursuite civile pour préjudice économique[99]. De même, dans un rapport soumis en 1996 par le Comité sénatorial sur la régie des sociétés, les principes élaborés par une coalition formée de dix grandes sociétés ouvertes canadiennes ont servi de guide dans la réflexion menée par ledit comité[100].

Le partenariat entre l'État et le capital peut donc s'avérer bénéfique non seulement pour les personnes soumises à la réglementation économique mais également pour les gouvernements eux-mêmes, et ce, au-delà des avantages d'ordre politique que ces derniers peuvent en retirer. La mise en œuvre de la législation relative à la création, au financement et à l'administration des entreprises procure en effet des avantages directs et tangibles aux gouvernants en raison des frais qu'ils imposent aux gouvernés pour bénéficier de la réglementation étatique. À titre d'exemple, les dossiers de constitution de sociétés par actions sous le régime fédéral, dont le nombre varie de 8 000 à 10 000 par année, avec le dépôt des rapports

98. Au sujet du pouvoir des entreprises sur les politiques gouvernementales, voir S. BECK, *loc. cit.*, note 76, 213-216 ; plus généralement, sur les liens entre le gouvernement et le milieu des affaires, voir : S. BROOKS et A. STRITCH, *op. cit.*, note 1 ; W.T. STANBURY, *Business — Government Relations in Canada*, Toronto, Methuen, 1986 ; T. TRAVES, *The State and Enterprise — Canadian Manufacturers and the Federal Government 1917-1931*, Toronto, University of Toronto Press, 1979.

99. COMITÉ SÉNATORIAL DES BANQUES ET DU COMMERCE, *Responsabilité solidaire et professions libérales*, Ottawa, mars 1998.

100. COMITÉ SÉNATORIAL DES BANQUES ET DU COMMERCE, *La régie des sociétés*, Ottawa, août 1996, pp. 3-4.

annuels, ont procuré la majorité des revenus de la Direction générale des corporations qui, en 1995-1996, s'élevaient à 11,6 millions de dollars, tandis que les dépenses engagées par celle-ci totalisaient 4,2 millions[101]. De même, au niveau provincial, l'Inspecteur général des institutions financières, qui administre notamment la constitution et l'immatriculation des entreprises, a récolté des revenus qui s'élevaient, en 1998, à 43,8 millions de dollars provenant des droits et des permis exigés comparativement à des dépenses totales de 20,4 millions[102]. L'application de la réglementation sur les valeurs mobilières représente également une source de financement importante qui provient principalement de la perception des droits imposés aux acteurs du marché financier, tels les émetteurs de valeurs mobilières, les courtiers et les conseillers en valeurs[103].

L'expectative de ces bénéfices importants pour les gouvernants, surtout en période de compressions budgétaires, peut, en revanche, conduire ces derniers à s'engager dans une sorte de marchandage avec les gouvernés afin de leur offrir un environnement juridique favorable de manière à préserver leur relation de partenariat. Cette attente pourrait, dans la même veine, entraîner une concurrence entre les juridictions provinciales et fédérale pour attirer vers elles le plus grand nombre d'entreprises[104].

Certains rapports gouvernementaux offrent d'ailleurs des exemples révélateurs des préoccupations qui animent l'administration publique en ce domaine, comme en témoigne ce rapport publié en 1997 par la Direction chargée de l'application de la *Loi canadienne sur les sociétés par actions*[105]. Dans un vocabulaire emprunté au discours marchand, la Direction fédérale

---

101. INDUSTRIE CANADA, *Rapport au Parlement — Loi canadienne sur les sociétés par actions*, Ottawa, Direction générale des corporations, 1997, annexe E [http ://strategis.ic.gc.ca/SSGF/cs0115f.html].
102. INSPECTEUR GÉNÉRAL DES INSTITUTIONS FINANCIÈRES, *Rapport annuel 1997-1998*, Québec, Les Publications du Québec, 1998, p. 38.
103. À la CVMQ, pour l'exercice se terminant au printemps de 1999, l'excédent des revenus sur les dépenses s'établissait à 19,7 millions de dollars. Voir COMMISSION DES VALEURS MOBILIÈRES DU QUÉBEC, *Rapport annuel 1999*, Montréal, CVMQ, 1999. Notons cependant que même si la CVMQ s'est vu reconnaître en 1997 le principe de l'autofinancement, elle n'a pas encore un accès direct aux fonds engendrés par l'imposition des droits.
104. INDUSTRIE CANADA, *op. cit.*, note 101, pp. 7-8. M. MARTEL et P. MARTEL, *op. cit.*, note 42, p. 2-9, évoquent également cette idée dans leurs commentaires au sujet de la réforme du droit des sociétés par actions adoptée au Québec en 1979 et 1989 : « De l'aveu même du législateur, ces amendements avaient avant tout une couleur politique : ils ont été adoptés dans le but de « stopper l'hémorragie », de ramener vers Québec le flot de demandes de constitution de compagnies que l'attrait de la *Loi sur les sociétés commerciales canadiennes* avait détourné vers Ottawa depuis 1976. ».
105. INDUSTRIE CANADA, *op. cit.*, note 101.

y définit les stratégies qu'elle entend mettre en œuvre pour améliorer ses services à l'égard des entreprises qui, dans le langage de l'administration, sont maintenant devenues ses « clients ». Pour mieux servir ces derniers, elle désire donc, selon ses propres termes, améliorer son produit, c'est-à-dire améliorer l'administration de la loi et moderniser son contenu en consultant de près les « clients » du secteur privé ; elle tient également à « améliorer la prestation du produit » au bénéfice de ses « clients », notamment par la conclusion de « partenariats avec le secteur privé et les autres organismes de réglementation afin de réduire les formalités imposées au client à leur plus simple expression » ; elle veut en outre « différencier le produit » pour répondre de façon plus appropriée aux demandes des « clients » et, enfin, elle entend « commercialiser le produit » en vue de « réaliser le plein potentiel sur le marché de la constitution sous le régime fédéral par des efforts de sensibilisation à la LCSA et à ses avantages »[106].

Cet exemple montre comment la logique marchande s'infiltre graduellement dans le discours et le fonctionnement de l'administration publique, un phénomène qui se manifeste par l'intégration des modes de pensée et d'agir du secteur privé. Dans cette perspective, la réglementation devient une marchandise à vendre que l'État se charge d'élaborer et de mettre en œuvre de manière efficace en vue d'offrir le meilleur rapport qualité-prix au bénéfice des entreprises.

Conclusion

À la lumière de la précédente analyse, il semble bien que le partenariat qui s'est établi au Québec entre le capital et l'État au milieu du XIX^e^ siècle pour promouvoir le développement économique s'est perpétué jusqu'à nos jours, et même renforcé. De concert avec le milieu des affaires, les gouvernants ont sans cesse cherché à faciliter la quête des capitaux en élaborant un environnement juridique favorable à la création, au financement et à l'administration des sociétés par actions en vue d'assurer la maximisation des profits en faveur des investisseurs.

L'établissement de ce cadre juridique favorable s'est traduit notamment, dans la réglementation des sociétés par actions, par la reconnaissance de la personnalité morale de l'entreprise et de la responsabilité limitée des actionnaires et du libre transfert des actions, de même que par la mise en place de mécanismes de surveillance et de contrôle destinés à protéger les intérêts des investisseurs. Cet aménagement propice à la recherche des capitaux a, par la suite, été complété par une réglementation plus étendue

106. INDUSTRIE CANADA, *op.cit.*, note 101, pp. 7-8.

du marché des valeurs mobilières en vue de favoriser la libre circulation des capitaux entre des investisseurs bien informés et au moindre coût possible. Le désir d'assurer l'harmonie et la cohésion dans les échanges économiques devait également donner lieu à l'intégration dans les régimes juridiques d'une éthique fondée sur le respect des obligations et sur les principes de l'honnêteté, de l'intégrité, de la bonne foi, de la loyauté et de l'équité.

Dans la même perspective, l'État a en outre fourni aux acteurs du milieu des affaires les moyens leur permettant de participer à l'élaboration et à la mise en œuvre d'une réglementation qui réponde à leurs attentes et à leurs besoins. Plutôt que de procéder de manière autoritaire, l'État a ainsi donné préséance aux processus de négociation et de partage avec ces acteurs afin de mettre en œuvre des normes mieux adaptées à la réalité du milieu et susceptibles d'entraîner l'adhésion de ceux-ci.

Une telle solidarité entre l'État et le milieu des affaires présente cependant des dangers puisqu'elle risque de privilégier les intérêts de certains groupes organisés ou économiquement plus forts au détriment de ceux dont les intérêts sont dispersés ou plus faibles sur le plan économique. Plus particulièrement, la recherche du profit maximal et la réglementation qui entend promouvoir cet objectif peuvent devenir une source de conflits importante avec les autres valeurs et intérêts qui façonnent la vie en société, notamment en matière de protection de l'environnement, d'emploi, de conditions de travail, de santé, de sécurité, de consommation ou de culture.

La prise de conscience des effets considérables des activités des entreprises sur le plan social et économique n'a toutefois pas encore abouti à une reconnaissance par l'État du rôle public que jouent ces acteurs. L'entreprise est toujours considérée comme un instrument au service d'intérêts privés où les régimes de responsabilité se limitent à la protection des fournisseurs de capitaux. Il s'agit en fait d'une justice axée sur l'échange dont les valeurs premières issues de la tradition libérale nous ramènent constamment au respect de la propriété privée, de la liberté contractuelle et de la liberté d'entreprise.