Document generated on 07/16/2025 7:43 a.m.

Les Cahiers de droit

Ivan TCHOTOURIAN et Naomi KOFFI, *Gouvernance d'entreprise et fonds d'investissement (*hedge funds*). Réflexions juridiques sur un activisme d'un nouveau genre*, Montréal, Éditions Yvon Blais, 2017, 398 p., ISBN 978-2-89730-384-6

Larios Mavoungou

Volume 60, Number 4, December 2019

URI: https://id.erudit.org/iderudit/1066354ar
DOI: https://doi.org/10.7202/1066354ar

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 review

Mavoungou, L. (2019). Review of [Ivan TCHOTOURIAN et Naomi KOFFI, *Gouvernance d'entreprise et fonds d'investissement (*hedge funds*). Réflexions juridiques sur un activisme d'un nouveau genre*, Montréal, Éditions Yvon Blais, 2017, 398 p., ISBN 978-2-89730-384-6]. *Les Cahiers de droit*, *60*(4), 1208–1213. https://doi.org/10.7202/1066354ar

Tous droits réservés © Université Laval, 2019

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/

Ivan TCHOTOURIAN et Naomi KOFFI, **Gouvernance d'entreprise et fonds d'investissement (*hedge funds*). Réflexions juridiques sur un activisme d'un nouveau genre**, Montréal, Éditions Yvon Blais, 2017, 398 p., ISBN 978-2-89730-384-6.

La mondialisation des problématiques économiques, financières et juridiques, couplée à l'actualité relative à la gouvernance d'entreprise, aussi bien en Amérique du Nord qu'en Europe, justifie que l'on jette un regard appuyé sur l'ouvrage *Gouvernance d'entreprise et fonds d'investissement (*hedge funds*). Réflexions juridiques sur un activisme d'un nouveau genre*, publié aux Éditions Yvon Blais par le professeur Ivan Tchotourian[1] et la juriste Naomi Koffi[2].

L'intitulé de l'ouvrage est révélateur de la complexité des questions abordées. Pour en faciliter la compréhension, il faut faire preuve d'une grande pédagogie et d'une finesse d'esprit dans la mise en perspective globale. C'est ce double défi que les auteurs ont réussi à relever tout au long des pages qui se succèdent, et ce, dans la mesure où ils offrent aux lecteurs des clés leur permettant d'ouvrir les différentes portes sur leur passage.

La principale porte d'entrée de cet ouvrage est la notion de gouvernance d'entreprise, notion en vogue au cours des dernières années, de part et d'autre de l'Atlantique. Cette notion est aujourd'hui au confluent d'une diversité de thématiques touchant la question du pouvoir dans les entreprises. Tchotourian et Koffi analysent cet aspect sous l'angle de l'activisme actionnarial, particulièrement l'activisme des fonds d'investissement (*hedge funds*). Ils étudient la problématique par l'entremise du droit canadien et québécois, mais avec un regard croisé sur ce qui se fait aux États-Unis et en Europe.

Chaque chapitre de cet ouvrage est bonifié à l'aide d'un appareil scientifique et de tableaux illustratifs précis et pertinents qui permettent d'approfondir et de mieux circonscrire les problématiques soulevées par le triptyque : gouvernance d'entreprise – fonds d'investissement – activisme actionnarial. La précision, la clarté et la concision, qualités chères aux juristes, y sont au rendez-vous. Il n'y a pas l'ombre d'un doute que les lecteurs de cet ouvrage pourront assouvir leur curiosité sur le thème de l'activisme actionnarial dans tous ses contours et détours.

Dans un va-et-vient méthodique et didactique, Tchotourian et Koffi arrivent à naviguer à travers plusieurs systèmes juridiques de part et d'autre de l'Atlantique (Canada, États-Unis, France, Royaume-Uni, Allemagne, etc.). En effet, ces pays sont aux prises avec la problématique suivante : la volonté des *hedge funds* d'influencer la gouvernance de différentes entreprises partout au monde, car ceux-ci ne connaissent pas le principe de territorialité ou du moins surfent sur ce dernier pour étendre leur hégémonie financière et leur pouvoir économique.

Le parcours proposé par les auteurs permet de mieux appréhender l'évolution et les instruments de l'activisme actionnarial, de scruter les enjeux et les particularités de l'activisme des *hedge funds* et surtout d'avoir une vision globale et critique quant aux outils juridiques permettant d'encadrer cet « activisme d'un nouveau genre ». Ces éléments constituent la toile de fond de leur ouvrage. En trois chapitres, ils livrent une réflexion riche, dense et surtout critique sur une problématique (complexe et d'actualité) qui continuera indubitablement au cours des années à venir à diviser les spécialistes de la gouvernance d'entreprise et de l'activisme actionnarial.

Dans le premier chapitre, Tchotourian et Koffi plantent d'abord le décor par la définition de la notion d'activisme liée au

1. Ivan Tchotourian est professeur agrégé à la Faculté de droit de l'Université Laval et codirecteur du Centre d'études en droit économique (CÉDÉ), à l'Université Laval.
2. Naomi Koffi est titulaire d'une maîtrise en droit privé de l'Université Paris Descartes et d'une maîtrise en droit des affaires de l'Université Laval.

domaine de la gouvernance. L'activisme est ainsi défini comme « un ensemble d'actions protestataires mis en œuvre par un ou plusieurs actionnaires contestataires ou minoritaires, dans le but de remettre en cause la gestion des responsables de l'entreprise » (p. 18). En outre, « [i]l permet aussi à chaque actionnaire de faire valoir ses droits et ses intérêts auprès des administrateurs, des dirigeants et des autres actionnaires » (p. 18).

Ensuite, Tchotourian et Koffi analysent l'évolution de l'activisme actionnarial qui est le fruit du combat de certains actionnaires déterminés à « changer la vision de la gouvernance » (p. 21). Les deux auteurs l'illustrent parfaitement avec les combats menés par Lewis Gilbert[3], Wilma Soss[4] ou encore James Peck[5], faisant d'eux des « pionniers », des « précurseurs » de l'activisme moderne. Ces derniers avaient une double ambition : la première était de « promouvoir leurs propres intérêts » ; la seconde, de « faire respecter les droits de leurs parties prenantes » (p. 22). C'est alors la période 1930-1950, qui est marquée par ce que l'on appelle l'« activisme individuel », dans ce sens que les actionnaires deviennent, individuellement, les acteurs du rééquilibrage des pouvoirs au sein des entreprises.

Cependant, l'activisme actionnarial connaîtra une autre évolution durant les années 60. Celle-ci bouleversera la conception et le visage de la gouvernance d'entreprise. On assiste à ce moment-là à la montée en puissance de l'« activisme institutionnel », qui se résume en ces mots : « le visage historique et traditionnel de l'actionnaire "petit porteur" […] détenant les actions d'entreprises a cédé le pas à celui de l'investisseur institutionnel » (p. 24). C'est une évolution qui s'explique à la fois par « la financiarisation de l'économie » et surtout par « le poids croissant des investisseurs institutionnels privés, paragouvernementaux ou syndicaux » (p. 23). Les auteurs exposent avec perspicacité cette évolution à travers notamment des études statistiques aussi bien en Europe qu'en Amérique du Nord : ces recherches montrent la tendance à une forte baisse de l'actionnariat individuel et un accroissement des investisseurs institutionnels (p. 25 et suiv.). Il y a donc passage d'un activisme qui « visait simplement à conférer un droit de parole aux actionnaires » à un activisme « de contrôle et d'influence » (p. 31).

Cette évolution permet de comprendre que l'activisme est une « pratique mouvante » (p. 30) tributaire des objectifs d'investissement poursuivis par les actionnaires. Il existe aussi une corrélation directe entre les objectifs d'investissement des actionnaires et la nature de l'activisme. Voilà ce qui a contribué à donner naissance à deux approches de l'activisme : d'un côté, un activisme « doux » ; de l'autre, un activisme dur.

L'activisme doux s'inscrit dans une « démarche constructive et partenariale avec l'entreprise, [et] les actionnaires y recourent afin de faire évoluer les pratiques internes de l'entreprise pour les rendre plus équitables et responsables au profit de l'ensemble des parties prenantes » (p. 31).

Dans ce type d'activisme, les actionnaires ne font pas de « la croissance de la valeur actionnariale et de la performance financière » (p. 32) l'unique priorité de l'entreprise. Les actionnaires partisans de l'activisme doux épargnent aux dirigeants « l'urgence de faire croître leurs dividendes

3. Lewis Gilbert a permis, grâce à son action auprès de la Security and Exchange Commission d'obtenir « le droit pour les actionnaires de communiquer entre eux et avec les dirigeants par le biais notamment des documents d'information de la société, […] la publication des comptes rendus d'assemblées et des élections des administrations, […] la séparation des postes du président du conseil d'administration et de chef de la direction, […] le renouvellement du conseil d'administration par tranche » (p. 20 et 21).
4. Wilma Soss est la première actionnaire activiste qui a émis « l'idée progressiste et audacieuse de nommer une femme au conseil d'administration » (p. 21).
5. James Peck était « un des premiers actionnaires militants pour la promotion de valeurs et de progrès sociaux » (p. 21).

à court terme et par tous moyens » (p. 32). Cet activisme épouse parfaitement la philosophie actuelle de la responsabilité sociale des entreprises.

Quant à l'activisme dur, c'est le contrepied de l'activisme « doux ». Cet activisme « agressif » et « interventionniste » est la marque de fabrique des *hedge funds* qui sont des champions de « la maximisation de la valeur actionnariale » (p. 34). L'important dans ce cas est le retour à l'investissement à court-terme et à tout prix. Les défenseurs de ce type d'activisme ont un fonctionnement qui consiste à exercer de « fortes pressions sur les gestionnaires afin de modifier les stratégies mises en place » (p. 34). À noter que ces stratégies se révèlent souvent destructrices pour les parties prenantes.

Les deux approches de l'activisme sont, à en croire Tchotourian et Koffi, une illustration topique de deux modèles de gouvernance : celle de type actionnaire (*shareholder*) et celle de type partie prenante (*stakeholder*), ce qui fait écho au débat qui a cours depuis quelques années sur le rôle des parties prenantes dans la vie des entreprises. Si la théorie des parties prenantes était reléguée hier à l'arrière-boutique, elle se trouve aujourd'hui sous les feux de la rampe.

Les deux auteurs fournissent des éléments d'informations éclairantes sur la typologie des actionnaires activistes classiques (p. 37 et suiv.). On découvre, au final, sans surprise – qu'il soit question des actionnaires individuels, des associations d'actionnaires, des actionnaires industriels ou encore des investisseurs institutionnels – que chaque catégorie d'actionnaires a fait progresser la gouvernance d'entreprise en fonction des objectifs poursuivis.

Dans leur catégorisation des actionnaires activistes classiques, Tchotourian et Koffi mettent un accent particulier sur le « rôle significatif », joué par les investisseurs institutionnels dans l'évolution de l'activisme actionnarial. Il apparaît de manière claire que l'activisme des investisseurs institutionnels subit l'influence de plusieurs facteurs : les facteurs économique et juridique ainsi que les facteurs liés à l'évolution sociale, au contexte actionnarial et à la vision d'investissement.

D'un point de vue juridique, par exemple, force est de constater, avec les deux auteurs, que les initiatives réglementaires, dans différents pays, ont tendance à renforcer des obligations pesant sur les investisseurs institutionnels. Il peut s'agir, par exemple, des obligations relatives à la divulgation des politiques de vote et d'enregistrement du résultat des votes. Cette initiative a d'ailleurs favorisé l'émergence des agences de conseil en vote (p. 63). Au Canada, relèvent Tchotourian et Koffi, les investisseurs institutionnels sont « tributaires d'obligations fiduciaires et professionnelles : obligation de loyauté, obligation de prudence et de diligence, obligation de compétence, obligation de bonne foi » (p. 58). Cependant, en contrepartie de ces obligations, les actionnaires, en particulier s'ils sont minoritaires, disposent d'une multitude d'instruments judiciaires et extrajudiciaires pour influer sur la gouvernance d'entreprise (p. 76 et suiv.).

Le législateur canadien a offert aux actionnaires la possibilité de saisir le juge pour se « faire entendre et critiquer les choix de la direction » (p. 77) par l'intermédiaire, notamment, des outils du droit des sociétés, soit l'action oblique[6] et le recours en oppression[7].

6. *Loi canadienne sur les sociétés par actions*, L.R.C. 1985, c. C-44, art. 238 et suiv. ; *Loi sur les sociétés par actions*, RLRQ, c. S-31.1, art. 439 et suiv. Cette action permet à un « actionnaire minoritaire activiste confronté à une gestion défaillante ou à l'opportunisme des administrateurs et des dirigeants […] agissant à l'encontre des intérêts de l'entreprise d'influencer la gouvernance d'entreprise » (p. 82 et 83).
7. *Loi canadienne sur les sociétés par actions*, préc., note 6, art. 241 et suiv. ; *Loi sur les sociétés par actions*, préc., note 6, art. 450 et suiv. Cette action donne au juge « le pouvoir de redresser une situation abusive ou injuste subie par une personne lésée [cas de l'actionnaire activiste] ou d'en empêcher sa survenance » (p. 84).

Concernant les outils extrajudiciaires dont bénéficient les actionnaires activistes, Tchotourian et Koffi rappellent tout d'abord l'évolution et le rôle important de l'assemblée annuelle des actionnaires comme « un des lieux d'expression de la gouvernance » (p. 91), avant de se pencher sur les deux mécanismes extrajudiciaires utilisés par les actionnaires : les propositions d'actionnaires et la course aux procurations (p. 91 et suiv.).

On constate que les tribunaux canadiens et québécois, à travers ces deux outils activés par les actionnaires activistes, jouent pleinement leur rôle de régulation des relations entre les actionnaires, spécialement activistes, et les organes de direction ou d'administration, ou des deux à la fois.

Le deuxième chapitre est dirigé vers la « spécificité de l'activisme actionnarial des *hedge funds* » (p. 125). Les auteurs scrutent rigoureusement la vision et l'action des *hedge funds*. Ils partent d'un constat perturbant qui tient à l'absence de définition juridique « uniforme » et « officielle » des *hedge funds*. À leur avis, la difficulté à les définir est « révélatrice de l'opacité de leur activité et de leur environnement » (p. 136). En effet, les *hedge funds* sont perçus comme des « OVNI de la finance », tout en ayant une puissance financière impressionnante (p. 127).

Toutefois, Tchotourian et Koffi soulignent que l'absence de définition légale précise et formelle n'empêche pas de mettre en évidence ou de caractériser ces fonds d'investissements particuliers. Pour eux, ces fonds sont l'objet d'un encadrement juridique minimal (*light*). Ils peuvent agir en utilisant des instruments financiers dérivés qui leur permettent de « dégager un maximum de profits tout en échappant aux fluctuations du marché et aux variations des cours auxquels ils s'exposent » (p, 129). Lesdits fonds diversifient ainsi de façon poussée leurs domaines d'investissement avec des équipes de haut niveau fortement rémunérées. Enfin, ils sont au service des investisseurs spécifiques. Nous regrettons cependant que les auteurs n'aient pas tenté de proposer une définition au regard de ce faisceau d'indices.

Remarquons qu'une des particularités marquantes de l'action des *hedge funds* réside dans leur *modus operandi* qui se trouve réglé au millimètre près. La stratégie et le déroulement d'intervention dans une entreprise cible sont clairement établis. Les *hedge funds* agissent de la manière suivante :

1. Repérage de l'entreprise cible sur les marchés : les entreprises ciblées sont celles qu'ils estiment en sous-performance ;
2. Acquisition des titres pour obtenir le statut d'actionnaire et les droits attachés (droit de vote pour influencer la stratégie de l'entreprise) ;
3. Prise de contact avec la direction de l'entreprise : envoi à cette dernière d'une lettre critique de la gestion de la société, du type *white paper* (critique publique de la direction ou du conseil, menace d'actions en justice ou de courses aux procurations, offre d'achat hostile) ;
4. Mise en évidence de la mauvaise gestion de la haute direction ; pression médiatique ;
5. Application des mécanismes propres à l'activisme : courses aux procurations ou aux propositions d'actionnaires.

Les *hedge funds* déploient un activisme dur, voire agressif, pour influencer rapidement et efficacement la gouvernance d'entreprises qu'ils ont ciblées. Animés par une vision court-termiste, ils s'attaquent à toutes les catégories d'entreprises, peu importe leur taille, leur capitalisation ou leur renommée. Les exemples d'interventions de certains *hedge funds* dans les grandes entreprises mis en lumière par Tchotourian et Koffi sont suffisamment éclairants sur la démarche tentaculaire de ces *hedge funds*. Tel est par exemple le cas, aux États-Unis, de l'intervention du *hedge fund* Trian dans la société PepsiCo ou du *hedge fund* Third Point Management dans la société Yahoo

(p. 160 et suiv.). Des exemples au Canada peuvent aussi être relevés, notamment les interventions des *hedge funds* Pershing Square Capital Management et Mason Capital, respectivement dans Canadian Pacific et Telus.

L'analyse de ces interventions traduit d'une certaine manière le « cynisme » des *hedge funds* car, pour ces derniers, une conciliation entre la « satisfaction de leurs intérêts » et la « création d'une valeur durable à long terme » n'est pas possible. Le moins que l'on puisse dire est que l'activisme des *hedge funds* reflète un « capitalisme devenu financier », complexe et potentiellement explosif. L'omniprésence, la philosophie et le pouvoir financier des *hedge funds* renouvellent le débat sur les « effets du court-termisme » qui divise la doctrine en matière de gouvernance d'entreprise (p. 168 et suiv.).

Dans le troisième et dernier chapitre, Tchotourian et Koffi explorent les perspectives et les solutions d'encadrement de l'activisme des *hedge funds*. Ils se sont interrogés sur la « manière de contenir une pratique controversée à risque, sans pour autant nuire au cours normal des affaires et de la finance » (p. 187). La question centrale est donc la suivante : comment faire face aux attaques des *hedge funds* qui fragilisent souvent la durabilité, voire la viabilité des entreprises cibles ?

Dans leur analyse et leur réflexion, les auteurs privilégient deux pistes : d'un côté, la nécessité de renforcer le rôle et la compétence des administrateurs ; de l'autre, le rempart de l'interventionnisme du législateur et des autorités de réglementation contre le droit de vote des actionnaires.

Ainsi, la compétence des administrateurs est « une caractéristique nécessaire conditionnant l'efficacité d'un conseil d'administration » (p. 190). Certes, la loi ne conditionne pas l'accession au poste d'administrateur au fait d'avoir une compétence particulière, mais il n'en demeure pas moins que l'absence de compétence des administrateurs fragilise et compromet le contrôle et la surveillance de leur action. La présence d'administrateurs compétents permet au conseil d'administration de pratiquer « une critique objective et constructive des décisions de la direction » (p. 191) et, par conséquent, d'éviter ou de contrer les attaques des *hedge funds* activistes. Ainsi, selon de « récentes études, l'incompétence constitue un des principaux facteurs favorisant l'attaque des hedge funds » (p. 198). C'est d'ailleurs, renchérissent Tchotourian et Koffi, « l'argument le plus utilisé par les *hedge funds* dans les campagnes de vote pour convaincre les autres actionnaires de changer les membres du conseil » (p. 198).

En plus de la compétence, l'émergence d'administrateurs activistes est fortement souhaitée. Pour Tchotourian et Koffi, les conseils d'administration qui souhaitent devenir activistes devraient satisfaire aux caractéristiques suivantes :

- Prendre l'initiative de se séparer eux-mêmes des mauvais administrateurs qui composent le conseil ;
- Être en mesure de repérer les lacunes stratégiques de leur entreprise, en comparant ses résultats avec ceux des sociétés concurrentes ayant notamment déjà subi une intervention activiste, et les rectifier ;
- Instaurer des régimes de droits veillant à ne pas porter atteinte aux droits des actionnaires déjà en place ;
- Solliciter les conseils des spécialistes et s'entourer de conseillers financiers et juridiques compétents.

Toutes ces mesures permettraient de répondre aux accusations des *hedge funds*, qui attaquent souvent sur ces différents terrains, ou de les contrer.

Le renforcement du rôle du conseil d'administration passerait également par le respect, par les administrateurs, des devoirs qui leur incombent : devoir d'honnêteté, de loyauté, de prudence et de diligence. En outre, le dialogue entre le conseil d'administration et les investisseurs est crucial dans

le contexte de la recrudescence des attaques des *hedge funds*.

S'agissant de la piste de l'interventionnisme du législateur et des autorités de réglementation, deux propositions sont mises sur la table. La première concerne la limitation du droit des votes des actionnaires. L'idée motrice est d'assujettir le droit de vote des actionnaires à une durée minimale de détention des actions pour contrer la démarche court-termiste des *hedge funds*.

La seconde proposition porte sur le renforcement du dispositif réglementaire en matière de découplage. Une telle réglementation a pour objet de préserver l'efficience des marchés, en garantissant aux investisseurs la délivrance d'une information transparente, et de permettre parallèlement aux entreprises de se prémunir contre toute intervention opportuniste (p. 237). Ces mesures ont particulièrement pour objet de lutter contre la pratique du vote nu (*empty voting*) et de la propriété occulte, deux mécanismes de découplage de risque.

Toutes ces mesures suffiront-elles à faire face à la puissance de frappe des *hedge funds* et à les dissuader dans leur vision court-termiste ? Le doute est permis vu l'esprit imaginatif débordant de leurs dirigeants. Pour encadrer un phénomène transnational complexe, la réponse appropriée demeure, à notre sens, un cadre juridique transnational propre à la problématique, piste que Tchotourian et Koffi n'ont pas largement explorée. Ils semblent plutôt avoir privilégié la voie de la responsabilisation et de la sensibilisation « de tous les acteurs de la chaîne d'investissement » (p. 291).

Nous pourrions adresser aux deux auteurs divers reproches quant à leur ouvrage, mais nous nous devons de souligner leur rigoureux travail de recherche scientifique. En effet, chaque problématique abordée fait l'objet d'une mise en perspective contextuelle et conceptuelle, étayée par des études scientifiques sérieuses, des débats doctrinaux rigoureux, sans oublier l'appui de toute la palette législative et jurisprudentielle en la matière.

Une fois la conclusion lue et l'ouvrage refermé, il nous reste en tête – outre l'effort pédagogique, la qualité de la réflexion et la quantité d'informations pertinentes – le sentiment d'une belle symphonie inachevée. Celui-ci s'explique certainement par le fait que la dimension prospective a été, selon nous, prudente. Bien entendu, les deux auteurs ont posé des jalons, tracé des pistes, mais ils n'ont pas osé prendre le risque de livrer leur vision aboutie quant à l'avenir de l'activisme des *hedge funds* en matière de gouvernance d'entreprise. Cependant, nous comprenons qu'une telle prudence puisse être justifiée, et ce, à double titre : d'abord, au regard de la complexité des montages financiers, des stratégies adoptées et des moyens retenus par les *hedge funds* pour influencer la gouvernance au sein de n'importe quelle entreprise ; ensuite, par la difficulté à réguler, par des instruments juridiques territoriaux, un phénomène déterritorialisé. Cette thématique est l'occasion de s'interroger à nouveau sur la nécessité de construire un « droit transnational des affaires[8] » pour réguler des phénomènes et des acteurs transnationaux.

Larios Mavoungou
Université Côte d'Azur

Amélie Binette et Patrick Taillon (dir.), **La démocratie référendaire dans les ensembles plurinationaux**, Québec, Presses de l'Université Laval, 2018, 525 p., ISBN 978-2-7637-2994-7.

Il y a quinze ans, Pierre Rosanvallon écrivait au sujet du référendum que « sa vertu principale est surtout symbolique : il théâtralise l'existence collective. Dans un monde où les pouvoirs sont de plus en plus disséminés et morcelés, donnant parfois le sentiment d'une certaine impuissance, il produit de la centralité et de la visibilité. Un référendum permet ainsi à certains moments de compenser un sentiment de désenchante-

8. Gilles Lhuilier, *Le droit transnational*, Paris, Dalloz, 2016.