L'influence des investisseurs institutionnels sur la régie d'entreprise au Canada

Stéphane Rousseau

Volume 37, numéro 2, 1996

URI : <https://id.erudit.org/iderudit/043390ar>
DOI : <https://doi.org/10.7202/043390ar>

[Aller au sommaire du numéro](#)

Éditeur(s)

Faculté de droit de l'Université Laval

ISSN

0007-974X (imprimé)
1918-8218 (numérique)

[Découvrir la revue](#)

Citer cet article

Rousseau, S. (1996). L'influence des investisseurs institutionnels sur la régie d'entreprise au Canada. *Les Cahiers de droit*, 37(2), 305–376.
<https://doi.org/10.7202/043390ar>

Résumé de l'article

Les institutions financières détiennent une portion importante et toujours croissante des titres des compagnies publiques canadiennes. Ces institutions, également appelées « investisseurs institutionnels », remplacent ainsi progressivement les épargnants individuels comme actionnaires de ces entreprises. La transformation de l'actionnariat des compagnies publiques n'est pas sans conséquences sur la régie interne de celles-ci. En effet, les institutions financières adoptent une attitude de plus en plus interventionniste à l'égard des affaires des compagnies dont elles détiennent des titres. La présente étude a pour but d'examiner l'émergence de l'activisme des investisseurs institutionnels au sein des compagnies publiques canadiennes. L'auteur expose, tout d'abord, une nomenclature des institutions financières, pour ensuite étudier l'influence de l'activisme de ces investisseurs sur la régie d'entreprise au Canada.

L'influence des investisseurs institutionnels sur la régie d'entreprise au Canada*

Stéphane ROUSSEAU**

Les institutions financières détiennent une portion importante et toujours croissante des titres des compagnies publiques canadiennes. Ces institutions, également appelées « investisseurs institutionnels », remplacent ainsi progressivement les épargnants individuels comme actionnaires de ces entreprises. La transformation de l'actionnariat des compagnies publiques n'est pas sans conséquences sur la régie interne de celles-ci. En effet, les institutions financières adoptent une attitude de plus en plus interventionniste à l'égard des affaires des compagnies dont elles détiennent des titres. La présente étude a pour but d'examiner l'émergence de l'activisme des investisseurs institutionnels au sein des compagnies publiques canadiennes. L'auteur expose, tout d'abord, une nomenclature des institutions financières, pour ensuite étudier l'influence de l'activisme de ces investisseurs sur la régie d'entreprise au Canada.

Financial institutions hold an important and ever growing volume of shares in Canadian public corporations. These institutions — also known as « institutional investors » — are progressively replacing individual investors as shareholders in such corporations. This transformation in the shareholding of public corporations has brought in its wake a change in the way

* La présente étude est basée sur le mémoire que l'auteur a déposé à la Faculté des études supérieures de l'Université Laval en 1995 pour l'obtention du grade de maître en droit. L'auteur tient à remercier M^c Raymonde Crête, professeure à la Faculté de droit de l'Université Laval, qui a supervisé la rédaction de son mémoire.

** Avocat, LL.M. (Laval); étudiant de troisième cycle en droit (doctor of juridical science (S.J.D.)), Université de Toronto.

these companies are managed. Indeed, these institutions are adopting a much more interventionist attitude regarding how the business of « their » companies is conducted. This paper takes a critical look at the emergence of such activism by institutional investors in Canadian public corporations, first by presenting a nomenclature of the financial institutions known as « institutional investors » and then, by analyzing the influence of these investors on business management in Canada.

	<i>Pages</i>
1. Les modes de présence des investisseurs institutionnels dans l'actionnariat des compagnies publiques canadiennes	309
1.1 Le profil de l'actionnariat des compagnies publiques canadiennes	309
1.2 Nomenclature des investisseurs institutionnels.....	311
1.2.1 Les banques et autres institutions de dépôt.....	311
1.2.2 Les compagnies d'assurances	314
1.2.3 Les caisses de retraite.....	316
1.2.4 Les fonds communs de placement	319
1.2.5 Les gestionnaires de portefeuilles.....	320
2. Les modes d'intervention des investisseurs institutionnels en matière de régie d'entreprise	326
2.1 La notion de régie d'entreprise.....	326
2.2 Le cadre réglementaire des interventions des investisseurs institutionnels	327
2.2.1 Le droit des compagnies	327
2.2.1.1 Les interventions extrajudiciaires	327
2.2.1.2 Les interventions judiciaires	330
2.2.2 Le droit des valeurs mobilières.....	332
2.3 La prévention des abus résultant des situations de conflits d'intérêts.....	335
2.3.1 Les situations conflictuelles	336
2.3.1.1 Les opérations de privatisation.....	337
2.3.1.2 Les transactions entre parties reliées.....	338
2.3.2 Les interventions des investisseurs institutionnels.....	339
2.3.3 Sommaire	344
2.4 Les régimes de droits de souscription élaborés dans le contexte des offres publiques d'achat	345
2.4.1 Les régimes de droits de souscription	346
2.4.1.1 Description.....	346
2.4.1.2 Critique.....	347
2.4.2 L'opposition des investisseurs institutionnels à l'égard des régimes de droits de souscription	349

2.4.2.1	Le cadre réglementaire	350
2.4.2.2	Les interventions visant à empêcher l'adoption de régimes de droits de souscription.....	354
2.4.2.3	Les interventions destinées à mettre fin aux régimes de droits de souscription	358
2.4.3	Sommaire.....	362
2.5	L'amélioration du fonctionnement du conseil d'administration	362
2.5.1	La structure et la composition du conseil d'administration.....	363
2.5.1.1	Les administrateurs indépendants	364
2.5.1.2	Des administrateurs institutionnels ?.....	369
2.5.1.3	La séparation entre les postes de chef de direction et de président du conseil d'administration	371
2.5.2	L'influence du rapport de la Bourse de Toronto	373
2.5.3	Sommaire.....	374
Conclusion		374

Depuis la Seconde Guerre mondiale, les institutions financières ont accentué sans cesse leur présence au sein du marché des valeurs mobilières canadien à titre d'investisseurs institutionnels¹. En effet, aujourd'hui, les banques, les compagnies d'assurances, les caisses de retraite, les fonds d'investissement et les gestionnaires de portefeuilles administrent des actifs de plus de 364 milliards de dollars et effectuent entre 80 et 90 p. 100 de toutes les transactions sur ce marché².

L'envergure des institutions financières résulte principalement de la croissance des sommes qui leur sont confiées pour investissement par les épargnants individuels. Ces institutions, désignées généralement par l'expression « investisseurs institutionnels », gèrent d'importants portefeuilles d'actions pour ces épargnants et prennent pour eux des décisions, à titre d'investisseurs ou d'actionnaires. Ainsi, les institutions financières remplacent progressivement les épargnants individuels comme actionnaires

-
1. CONSEIL ÉCONOMIQUE DU CANADA, *L'encadrement du système financier*, Ottawa, Approvisionnement et Services Canada, 1987, p. 1-11; CONSEIL ÉCONOMIQUE DU CANADA, *Les marchés financiers et la mondialisation*, Ottawa, Approvisionnement et Services Canada, 1989, p. 15 et suiv. Pour une analyse comparative de ce phénomène: J.C. COFFEE, « Liquidity Versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor », (1991) 91 *Col. L. Rev.* 1276, 1290-1311.
 2. D. KELLY, « The Revolution on Bay Street », *The Financial Post*, 6 janvier 1992, p. 4; K.E. MONTGOMERY et D.S.R. LEIGHTON, « The Unseen Revolution is Here », *Business Quarterly*, vol. 58, n° 4, 1993, p. 40.

des compagnies publiques canadiennes³. Selon une étude récente, les investisseurs institutionnels détiennent environ 38 p. 100 de la valeur des actions des compagnies canadiennes⁴.

Le décloisonnement des activités des institutions financières a également contribué à accélérer le processus d'« institutionnalisation » du marché des valeurs mobilières canadien. Désormais, l'exercice des différentes fonctions financières n'est plus réservé à des catégories d'institutions distinctes, ce qui permet à l'ensemble des institutions financières d'offrir une gamme variée de services financiers dans le secteur des valeurs mobilières.

Le processus d'institutionnalisation du marché des valeurs mobilières signifie que les titres des compagnies publiques sont maintenant concentrés en grande partie entre les mains d'institutions financières détenant une expertise et une envergure économique supérieures à celles de la plupart des épargnants individuels. Toutefois, la transformation de la composition de l'actionnariat des compagnies publiques n'est pas sans conséquences sur la régie interne de celles-ci. En effet, les investisseurs institutionnels adoptent une attitude de plus en plus interventionniste à l'égard des affaires des compagnies dont ils détiennent des titres.

Dans la présente étude, nous examinerons l'émergence de l'activisme des investisseurs institutionnels. Nous exposerons, tout d'abord, les modes de présence de ces investisseurs dans l'actionnariat des compagnies publiques canadiennes. Ensuite, nous étudierons les interventions effectuées par les investisseurs institutionnels dans le domaine de la régie d'entreprise; celles-ci représentent une des principales manifestations de l'émergence de leur activisme. Nous verrons alors que les investisseurs institutionnels agissent comme contrepoids au pouvoir que détiennent les dirigeants et actionnaires principaux des compagnies publiques sur l'administration de ces dernières. Ils contribuent ainsi à rééquilibrer les intérêts des actionnaires principaux, des actionnaires minoritaires et des dirigeants au sein des compagnies publiques.

3. R.C. CLARK, « The Four Stages of Capitalism : Reflections on Investment Management Treatises », (1981) 94 *Harv. L. Rev.* 561 ; P.F. DRUCKER, *The Unseen Revolution is Here*, New York, Harper & Row, 1976.

4. P.S. RAO et C.R. LEE-SING, « Les structures de régie, la prise de décision et le rendement des entreprises en Amérique du Nord », dans R.J. DANIELS et R. MORCK (dir.), *La prise de décision dans les entreprises au Canada*, Calgary, University of Calgary, 1995, pp. 62-63. Voir aussi R.J. DANIELS et E.J. WAITZER, « Challenges to the Citadel : A Brief Overview of Recent Trends in Canadian Corporate Governance », (1994) 23 *Can Bus. L.J.* 23, 33.

1. Les modes de présence des investisseurs institutionnels dans l'actionnariat des compagnies publiques canadiennes

Dans la présente section, nous étudierons le profil de l'actionnariat des compagnies publiques canadiennes, dans le but de comprendre la dynamique régissant les rapports entre les différentes constituantes de ces dernières. C'est cette dynamique qu'est en voie d'influencer l'émergence de l'activisme des investisseurs institutionnels. Par la suite, nous présenterons une nomenclature des institutions financières appelées « investisseurs institutionnels » qui occupent désormais une place prépondérante au sein du marché des valeurs mobilières.

1.1 Le profil de l'actionnariat des compagnies publiques canadiennes

La plupart des études consacrées à la structure de l'actionnariat des compagnies publiques canadiennes en ont révélé le haut degré de concentration. Une étude récente effectuée par les professeurs Daniels et MacIntosh, à partir des compagnies constituant l'indice TSE 300, indique que 60,3 p. 100 de celles-ci sont contrôlées par un actionnaire ou un groupe d'actionnaires possédant plus de 50 p. 100 des actions avec droit de vote ; 25,4 p. 100 des compagnies analysées sont contrôlées *de facto* par un actionnaire ou un groupe d'actionnaires détenant entre 20 et 50 p. 100 des actions avec droit de vote, ou encore par deux ou trois actionnaires détenant chacun entre 10 et 20 p. 100 des actions avec droit de vote et pouvant se concerter pour exercer un contrôle effectif de la compagnie⁵. Leur étude fait également ressortir que seulement 14 p. 100 de ces compagnies ont un actionnariat dispersé.

La seconde caractéristique de l'actionnariat des compagnies canadiennes qui mérite d'être soulignée est l'importance de l'interconnexion de ces dernières :

The significance of corporate group structures was also stressed in the Bryce commission report on corporate concentration [...] virtually all the corporations listed among the top 100 non-financial corporations in Canada were themselves parent corporations of networks of wholly-owned — subsidiaries and affiliates.

5. R.J. DANIELS et J.G. MACINTOSH, « Toward a Distinctive Corporate Law Regime », (1991) 29 *Osgoode Hall L.J.* 863, 884 ; D.H. THAIN et D.S.R. LEIGHTON, « Ownership Structure and the Board », (1991) 4 *Can. Inv. Rev.* 61, 62. Voir aussi P.S. RAO et C.R. LEE-SING, *loc. cit.*, note 4, 58-59. Cette étude examine la structure de l'actionnariat des compagnies américaines et canadiennes publiques et privées.

Further researchs indicated that the 361 leading Canadian non-financial corporations were linked directly or indirectly through ownership ties with approximately 5,305 companies⁶.

Daniels et MacIntosh constatent le même phénomène dans leur étude⁷. Ainsi, en 1987, plus de 45 p. 100 des 45 compagnies les plus rentables au Canada détenaient 10 p. 100 ou plus d'une autre compagnie sur cette liste. Cela fait en sorte qu'un nombre important de compagnies canadiennes sont détenues ou contrôlées par un réseau de filiales reliées à une direction unique.

La concentration de l'actionnariat au Canada contraste de façon saisissante avec la situation qui règne aux États-Unis où 63 p. 100 des compagnies constituant le « Fortune 500 » sont détenues par un actionnariat dispersé. Seulement 12 p. 100 de ces compagnies possèdent un actionnaire ou un groupe d'actionnaires qui détiennent le contrôle de droit (plus de 50 p. 100 des actions avec droit de vote) et 18 p. 100 un actionnaire ou un groupe d'actionnaires qui ont un contrôle de fait⁸.

En raison de la différence existant dans la structure de l'actionnariat des compagnies publiques au Canada et aux États-Unis, les problèmes relatifs à la gouverne des compagnies sont de sources distinctes dans les deux pays. Ainsi, aux États-Unis, la dispersion de l'actionnariat a servi de base à la théorie de la séparation entre la propriété et le contrôle des compagnies, élaborée par Adolf Berle et Gardiner Means dans leur ouvrage *The Modern Corporation and Private Property*⁹. En bref, ces auteurs ont avancé que le fractionnement de l'actionnariat des grandes compagnies publiques a transformé les actionnaires en investisseurs passifs eu égard à la gestion des compagnies, ceux-ci n'ayant plus l'intérêt économique pour s'y intéresser. L'absence d'intérêt des actionnaires a eu comme conséquence de transférer le contrôle de la compagnie entre les mains des dirigeants, dont les intérêts ne coïncident pas nécessairement avec ceux des actionnaires. Ceux-ci peuvent alors administrer la compagnie sans subir les pressions des actionnaires pour maximiser le rendement. Selon Berle et Means, ils peuvent librement

-
6. N.C. SARGENT, « Corporate Groups and the Corporate Veil in Canada: A Penetrating Look at Parent-Subsidiary Relations in the Modern Corporate Enterprise », (1988) 17 *Man. L.J.* 156, 158-163 ; CANADA, *Rapport de la Commission royale sur les groupements de sociétés*, Ottawa, Approvisionnement et Services Canada, 1978 (ci-après cité : « rapport Nadeau-Dickerson »).
 7. R.J. DANIELS et J.G. MACINTOSH, *loc. cit.*, note 5, 888-891. Voir aussi P.S. RAO et C.R. LEE-SING, *loc. cit.*, note 4, 58.
 8. R.J. DANIELS et J.G. MACINTOSH, *loc. cit.*, note 5, 884 ; D.H. THAIN et D.S.R. LEIGHTON, *loc. cit.*, note 5, 62. Voir aussi P.S. RAO et C.R. LEE-SING, *loc. cit.*, note 4, 58.
 9. A. BERLE et G. MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, New York, MacMillan, 1933.

et sans crainte de sanctions gérer leur compagnie de façon apathique ou même en divertir les bénéficiaires en leur faveur. En outre, la passivité des actionnaires laisse aux dirigeants le contrôle du processus d'élection des administrateurs, ce qui leur permet de mettre en place des administrateurs complaisants. La thèse de Berle et Means implique donc que la séparation entre la propriété et le contrôle menace le rendement et la compétitivité des compagnies. Quoiqu'elle soit critiquée, leur thèse désigne néanmoins l'axe actionnaires-dirigeants comme étant la principale source des problèmes relatifs à la régie d'entreprise aux États-Unis et découlant du fractionnement de l'actionariat¹⁰.

Au Canada, la présence d'actionnaires principaux dans la plupart des compagnies publiques rend la thèse de Berle et Means difficilement applicable pour celles-ci. En effet, ces actionnaires détiennent un intérêt économique pour intervenir auprès de la direction des compagnies afin de défendre leurs intérêts¹¹. Les dirigeants demeurent donc soumis au contrôle effectif des actionnaires, contrairement à ce qui se passe aux États-Unis. Cette caractéristique de l'actionariat des compagnies publiques canadiennes rend toutefois les risques de conflits entre actionnaires plus élevés. Comme nous le verrons ultérieurement, les actionnaires principaux peuvent utiliser leur position dominante pour abuser des droits des actionnaires minoritaires. En raison de cette différence, les solutions américaines à ces problèmes devront être abordées avec prudence dans le contexte canadien¹².

1.2 Nomenclature des investisseurs institutionnels

L'expression « investisseur institutionnel » regroupe un grand nombre d'institutions financières différentes les unes des autres. Il convient donc, pour notre étude, de dresser une nomenclature des principaux investisseurs institutionnels et d'indiquer leur mode de présence au sein de l'actionariat des compagnies canadiennes.

1.2.1 Les banques et autres institutions de dépôt

Les banques et autres institutions de dépôt constituent les plus importantes institutions financières au Canada (voir le tableau 1). Ensemble, elles

10. Pour un examen des critiques et des commentaires suscités par cette thèse : G.W. DENT, « Toward Unifying Ownership and Control in the Public Corporation », (1989) *Wis. L. Rev.* 881, 883-903.

11. R.J. DANIELS et J.G. MACINTOSH, *loc. cit.*, note 5, 886.

12. R.J. DANIELS et P. HALPERN, « Too Close for Comfort : The Role of the Closely Held Public Corporation in the Canadian Economy and the Implications for Public Policy », (1995) 26 *Can. Bus. L.J.* 11 ; J.C. BAILLIE, « Comments of a Business Lawyer on Rules Governing Boards of Canadian Public Corporations », (1995) 26 *Can. Bus. L.J.* 127.

regroupent plus de la moitié de l'actif global du secteur financier canadien¹³ et détiennent la plus grande part des dépôts et des prêts au pays¹⁴.

Malgré leur importance économique, le rôle de ces institutions au sein du marché des valeurs mobilières a traditionnellement été plutôt effacé. La situation résulte notamment de l'existence de certaines contraintes légales qui ont limité les activités des banques dans ce domaine. Mentionnons, à ce titre, l'existence de plafonds relatifs à la portion de l'actif des institutions financières pouvant être investie sous forme d'actions de compagnie¹⁵.

En outre, les activités de ces institutions, dans le domaine de la souscription et des transactions sur titres, ont été interdites pendant longtemps par les lois les régissant¹⁶. Durant cette période, la réglementation des institutions financières était fondée sur le principe de la séparation des différentes fonctions financières¹⁷. En raison de cette réglementation, les quatre piliers du système financier, à savoir les assurances, les services fiduciaires, les valeurs mobilières et l'activité bancaire, étaient cloisonnés¹⁸. Chacune des fonctions financières était exercée par des catégories d'institutions distinctes¹⁹.

La séparation entre les différentes fonctions financières s'est toutefois considérablement estompée au cours des deux dernières décennies, en raison du décloisonnement des institutions financières opéré par les autorités

-
13. CONSEIL ÉCONOMIQUE DU CANADA, *L'encadrement du système financier*, op. cit., note 1, p. 2; MINISTRE DÉLÉGUÉ AUX FINANCES ET À LA PRIVATISATION, *La réforme des institutions financières au Québec*, Québec, Éditeur officiel, 1987, pp. 21-27; N. SAINT-HILAIRE (dir.), «Les 500 plus importantes entreprises au Québec», *Les Affaires*, 1995, p. 99.
 14. MINISTRE DES FINANCES DU QUÉBEC, *L'appui au secteur financier: des dividendes pour le Québec*, Québec, Les Publications du Québec, 1993, pp. 54-55.
 15. *Loi sur les banques*, L.R.C., c. B-1, art. 466 (1); *Loi sur les caisses d'épargne et de crédit*, L.R.Q., c. C-4.1, art. 257, 403; *Loi sur les sociétés de fiducie et les sociétés d'épargne*, L.R.Q., c. S-29.01, art. 208; MINISTÈRE DES FINANCES, *La réglementation des institutions financières: propositions à considérer—Supplément technique*, Ottawa, 1985, pp. 53-66; H.H. BINHAMMER, *Money, Banking & The Canadian Financial System*, 4^e éd., Toronto, Methuen, 1982, p. 99.
 16. CONSEIL ÉCONOMIQUE DU CANADA, *Les marchés financiers et la mondialisation*, op. cit., note 1, p. 17.
 17. CONSEIL ÉCONOMIQUE DU CANADA, *L'encadrement du système financier*, op. cit., note 1, pp. 2-3.
 18. A.A. GREENWOOD, «Federal Financial Reform Legislation—A New Era», (1992-93) 8 *B.F.L.R.* 215; F. DANIEL, C. FREEDMAN et C. GOODLET, «La restructuration du secteur financier au Canada», *Revue de la Banque du Canada*, n° 1, 1992-1993, pp. 24-25.
 19. C.J. BOVIN, «La nouvelle Loi sur les banques (P.L. C-19)», dans SERVICE DE LA FORMATION PERMANENTE, BARREAU DU QUÉBEC, *Développements récents en droit bancaire (1991)*, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 1992, pp. 114-119.

gouvernementales fédérale et provinciales durant les années 80²⁰. La réforme a ainsi éliminé les barrières entre les différents piliers de l'industrie financière²¹, ce qui a permis, entre autres, aux diverses catégories d'institutions de se regrouper entre elles, outre le fait que cela a légitimé la concurrence existant déjà entre ces piliers²².

Une des conséquences de la réforme, qui mérite d'être signalée, est l'entrée des banques dans le marché des valeurs mobilières. Désormais, les banques peuvent agir à titre de courtier à exercice restreint et peuvent également offrir des fonds communs de placement²³. En outre, les banques peuvent également détenir, par l'intermédiaire de filiales, le contrôle d'importantes maisons de courtage²⁴. La participation des banques dans le marché des valeurs mobilières est telle que, selon une étude du gouvernement fédéral, celles-ci seraient désormais propriétaires de la majorité de l'actif du marché des valeurs mobilières canadien²⁵. Toutefois, la détention d'actions par les banques demeure marginale. À titre d'exemple, en 1994, les actions ne comptaient que pour 1,32 p. 100 de l'actif de ces institutions²⁶.

En terminant, signalons l'importance et le dynamisme du Mouvement Desjardins au Québec dans le secteur des services financiers. Le Mouvement Desjardins a su profiter pleinement du décloisonnement des institutions financières²⁷. Premier au rang des groupes financiers diversifiés au

-
20. CONSEIL ÉCONOMIQUE DU CANADA, *L'encadrement du système financier*, op. cit., note 1, pp. 10-11 ; R. CRÊTE, « Les investisseurs institutionnels et leurs conflits d'intérêts dans le contexte des mesures défensives », dans R. CRÊTE (dir.), *Les mesures défensives en matière d'offres publiques d'achat au Canada*, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 1991, pp. 196-199 ; F. DANIEL, C. FREEDMAN et C. GOODLET, loc. cit., note 18, 25-29.
21. Pour une chronologie de cette réforme : MINISTRE DES FINANCES DU QUÉBEC, op. cit., note 14, pp. 58-73 ; D. FROMENT, « Les grandes étapes du décloisonnement des institutions financières », *Les Affaires*, 22 mai 1993, p. B-2.
22. F. DANIEL, C. FREEDMAN et C. GOODLET, loc. cit., note 18, 30-36.
23. C.J. BOVIN, loc. cit., note 19, 114-119 ; D. BEAUCHAMP, « Les six grandes banques se lancent à l'assaut du marché des fonds », *Les Affaires*, 25 mars 1989, p. 54 ; D. FROMENT, « Fonds d'investissement : la grande offensive des banques », *Affaires Plus*, mai 1993, p. 44. Par exemple, la Banque Nationale offre les fonds InvesNat et NatCan, la Banque Royale, le fonds RoyFund Canadian Growth et la Banque de Montréal, le fonds First Canadian Equity Index.
24. C.J. BOVIN, loc. cit., note 19, 114-119. À titre d'exemple, la firme Lévesque Beaubien a été acquise par la Banque Nationale, la firme Dominion Securities, par la Banque Royale et la firme Nesbitt Thomson, par la Banque de Montréal.
25. CANADA, *Canada 1992 — Vers un marché national des services financiers*, 8^e rapport du Comité sénatorial permanent des banques et du commerce, Ottawa, 1990, p. 28.
26. J.G. MACINTOSH, « Institutional Investors and Corporate Governance in Canada », (1996) 26 *Can. Bus. L.J.* 145, 181.
27. C. TURCOTTE, « Tout devient possible pour le nouveau Desjardins », *Le Devoir*, 25 mars 1989, p. B-1.

Québec, le Mouvement Desjardins, avec un actif de plus de 76 milliards de dollars, possède des filiales actives dans les domaines de l'assurance-vie (Assurance-vie Desjardins), de l'assurance générale (Société de portefeuille du Groupe Desjardins, assurances générales), des services fiduciaires (Trustco Desjardins) et du courtage en valeurs mobilières (Valeurs mobilières Desjardins)²⁸. L'étendue de la diversification du Mouvement Desjardins en fait un concurrent important pour toutes les entreprises de l'industrie des services financiers.

1.2.2 Les compagnies d'assurances

Les compagnies d'assurances, particulièrement celles qui sont dans le domaine de l'assurance-vie, sont parmi les plus anciennes et les plus importantes institutions financières canadiennes (voir le tableau 2)²⁹. Pendant longtemps, elles ont été les principales institutions d'épargne, après les banques et autres institutions de dépôt³⁰. Depuis quelques années, la concurrence des autres institutions financières a toutefois fait diminuer la portion de l'épargne qui leur est confiée³¹. Afin de freiner la baisse de leur actif engendrée par cette concurrence, les compagnies d'assurance-vie ont mis sur le marché de nouveaux produits et travaillent désormais dans le domaine des régimes de retraite. Ainsi, en 1995, elles géraient près de 60 milliards de dollars d'actif provenant de régimes de retraite³².

Leur participation dans ce domaine s'effectue tout d'abord par l'entremise de contrats de rentes de retraite qui portent également le nom de « régimes de retraite garantis »³³. Les contrats de rentes interviennent entre

-
28. N. SAINT-HILAIRE, *loc. cit.*, note 13, 95. Voir aussi INSPECTEUR GÉNÉRAL DES INSTITUTIONS FINANCIÈRES, *Rapport annuel sur les caisses d'épargne et de crédit 1995*, Québec, Les Publications du Québec, 1995. Récemment, il faisait même l'acquisition de la Banque Laurentienne.
29. E.P. NEUFELD, *The Financial System of Canada—Its Growth and Development*, Toronto, Macmillan, 1972, pp. 220-288 ; J. ARMSTRONG, « Le secteur de l'assurance de personnes au Canada », *Revue de la Banque du Canada*, n° 2, 1994, p. 56.
30. C.P. NEUFELD, *op. cit.*, note 29 ; H.H. BINHAMMER, *op. cit.*, note 15, p. 187.
31. E.H. NEAVE, *Canada's Financial System*, Toronto, Wiley, 1981, pp. 133-146 ; D. FROMENT, « Les assureurs sont mal placés pour profiter du décloisonnement », *Les Affaires*, 22 mai 1993, p. B-4.
32. R. DRENNAN et F. GROSSI, « Top 40 Money Managers of 1995 », *Benefits Canada*, novembre 1995, pp. 29, 39 ; MINISTRE DÉLÉGUÉ AUX FINANCES ET À LA PRIVATISATION, *op. cit.*, note 13, pp. 27-32 ; CONSEIL ÉCONOMIQUE DU CANADA, *L'encadrement du système financier*, *op. cit.*, note 1, pp. 6-7 ; QUÉBEC, *Les régimes de retraite au Québec*, Québec, Éditeur officiel, 1989, pp. 12-14.
33. Ces contrats de rente comptent pour une part importante des activités des compagnies d'assurance-vie. Ils représentent environ 80 p. 100 de l'ensemble de leurs engagements, alors que les contrats d'assurance-vie ne comptent que pour 20 p. 100. Voir J. ARMSTRONG, *loc. cit.*, note 29, 60.

un particulier ou un employeur, promoteur d'un régime de retraite collectif pour ses employés, et une compagnie d'assurance-vie³⁴. En vertu de tels contrats, la compagnie d'assurances s'engage à effectuer des paiements périodiques déterminés, appelés « rentes », à un particulier ou à un groupe de particuliers pour un terme donné, en contrepartie de l'aliénation d'un capital constitué par les cotisations versées³⁵. Le paiement des rentes commence à la prise de retraite du bénéficiaire. Soulignons que la majorité des fonds investis dans ce type de régime de retraite le sont sous forme de régime enregistré d'épargne-retraite (REER)³⁶.

En outre, les compagnies d'assurance-vie gèrent également les fonds de « régime de retraite en fiducie »³⁷. Nous reviendrons sur la question dans la section suivante qui traite plus particulièrement des régimes de retraite. Mentionnons seulement pour l'instant que cette activité demeure d'une importance marginale. En effet, les compagnies d'assurance-vie ne gèrent environ que 13 p. 100 des actifs des régimes de retraite en fiducie³⁸.

Enfin, il y a lieu de préciser que la plus grande partie de l'actif des compagnies d'assurance-vie est investi sous forme d'obligations et de créances hypothécaires à long terme³⁹. Ainsi, les actions de compagnies ne représentaient, en 1992, que 13 p. 100 des 159 milliards de dollars d'actif de l'industrie de l'assurance-vie⁴⁰. La situation s'explique, d'une part, par le fait que ces compagnies ont traditionnellement favorisé les placements à long terme pour faire face à leurs engagements⁴¹ et, d'autre part, par le fait que les compagnies d'assurances font également face à des contraintes légales qui limitent la portion de leur actif pouvant être investie sous forme d'actions⁴².

34. *Id.*, 58-62.

35. *Ibid.* ; QUÉBEC, *op. cit.*, note 32, pp. 6-7. Cette forme de régime de retraite, si elle est très répandue, ne regroupe toutefois que peu d'adhérents. Ainsi, en 1992, 73 p. 100 des régimes enregistrés de retraite au Canada étaient financés au moyen de contrats de rentes. Cependant, la plupart de ces régimes comptaient peu d'adhérents, ne regroupant que 15 p. 100 de tous les participants aux régimes enregistrés de retraite. Voir STATISTIQUE CANADA, *Caisses de retraite en fiducie—statistiques financières*, Ottawa, 1994, catalogue 74-201, p. 13.

36. J. ARMSTRONG, *loc. cit.*, note 29, 61.

37. *Id.*, 66-68.

38. Cette donnée est pour l'année 1992. Les compagnies d'assurance-vie administrent surtout de petits régimes de retraite. Ainsi, en 1992, elles ont administré 73 p. 100 des régimes de retraite en vigueur au Canada, mais ces derniers ne concernaient que 15 p. 100 de tous les participants aux régimes de retraite : J. ARMSTRONG, *loc. cit.*, note 29, 67.

39. *Id.*, 62-66 ; E.H. NEAVE, *op. cit.*, note 31, pp. 133-146.

40. J. ARMSTRONG, *loc. cit.*, note 29, 63.

41. *Id.*, 62.

42. *Loi sur les assurances*, L.R.Q., c. A-32, art. 93.254, 245 ; *Loi sur les compagnies d'assurances canadiennes et britanniques*, L.R.C., c. I-12, art. 86 (m), (n).

1.2.3 Les caisses de retraite

Les caisses de retraite comptent parmi les investisseurs institutionnels les plus importants et les plus influents (voir les tableaux 3, 4 et 5), comme l'illustre la taille de leur actif qui s'élevait à environ 486 milliards de dollars en 1995, dont 30 p. 100 est investi sous forme d'actions de compagnies canadiennes⁴³.

Nous pouvons distinguer deux catégories de caisses de retraite : les caisses de retraite gouvernementales ou publiques et les caisses de retraite privées. Les caisses de retraite publiques se divisent elles-mêmes en deux catégories. D'une part, nous retrouvons les régimes de retraite universels, soit le régime de pensions du Canada et le régime des rentes du Québec. Le régime de pensions du Canada présente moins d'intérêt pour notre étude, étant donné que les sommes qui y sont versées ne sont pas investies sous forme de titres d'entreprise⁴⁴. Par contre, il en va autrement pour le régime des rentes du Québec dont les fonds sont administrés par la Régie des rentes du Québec⁴⁵. Celle-ci confie le placement de ces fonds à la Caisse de dépôt et placement du Québec, ce qui contribue à faire de cette dernière le plus important investisseur institutionnel au Canada.

D'autre part, il existe également des caisses de retraite publiques limitées aux employés travaillant dans le secteur public (voir le tableau 4). L'actif de ces caisses de retraite s'élève, au Canada, à environ 143 milliards de dollars, dont environ 30 p. 100 sont investis sous forme d'actions de compagnies⁴⁶. Au Québec, à titre d'exemple, nous pouvons citer la caisse de retraite des employés du gouvernement et des organismes publics. Les fonds de cette caisse de retraite sont administrés par la Commission administrative des régimes de retraite et d'assurances, qui en confie le placement à la Caisse de dépôt et placement du Québec⁴⁷. En Ontario, les deux plus importantes caisses de retraite publiques sont l'Ontario Municipal Employees Retirement System (OMERS) et le Conseil du régime de retraite des enseignants et enseignantes de l'Ontario (TEACHERS)⁴⁸. Mentionnons qu'une partie

43. R. DRENNAN et F. GROSSI, *loc. cit.*, note 32, 39; P. WILLIAMS et F. GROSSI, « The Top 100 Pension Funds », *Benefits Canada*, avril 1995, p. 53. Cette donnée exclut les fonds investis dans le régime de pensions du Canada.

44. E.P. NEUFELD, *op. cit.*, note 29, p. 448.

45. RÉGIE DES RENTES DU QUÉBEC, *Rapport annuel 1993-1994*, Québec, Direction des communications et des renseignements, 1994, p. 59.

46. STATISTIQUE CANADA, *op. cit.*, note 35, pp. 23, 25.

47. COMMISSION ADMINISTRATIVE DES RÉGIMES DE RETRAITE ET D'ASSURANCES, *21^e rapport annuel 1994*, Québec, Commission administrative des régimes de retraite et d'assurances, 1994.

48. COMMISSION DU RÉGIME DE RETRAITE DES EMPLOYÉS MUNICIPAUX, *Rapport annuel 1994*, Toronto, OMERS, 1994; CONSEIL DU RÉGIME DE RETRAITE DES ENSEIGNANTS ET

importante de l'actif de ces caisses de retraite est gérée à l'interne, par les caisses elles-mêmes⁴⁹.

Du côté du secteur privé, nous avons les régimes complémentaires de retraite (voir le tableau 5). Comme leur nom l'indique, ces régimes servent à compléter la rente de base prévue par les régimes étatiques, soit le régime de pensions du Canada et le régime des rentes du Québec. Ces régimes sont constitués par les employeurs ou les associations de salariés, conformément à la *Loi sur les régimes complémentaires de retraite*⁵⁰, qui en régit le fonctionnement⁵¹. La gestion des régimes de retraite comportant plus de cinq participants est confiée à un comité de retraite qui peut structurer les régimes de retraite de deux façons : garanti ou en fiducie⁵².

Dans le cas d'un régime de retraite « garanti », les contributions des participants sont versées sous forme de primes à une compagnie d'assurance-vie conformément à un contrat de rentes⁵³. Cette dernière s'engage en contrepartie à verser les prestations prévues par le régime aux participants et autres bénéficiaires. Lorsque le régime de retraite est garanti, le comité de retraite n'a donc aucun contrôle sur les placements qui sont effectués avec les contributions versées par les participants⁵⁴. En effet, les décisions d'investissement sont prises par la compagnie d'assurances qui reçoit les contributions.

Lorsque le régime de retraite n'est pas garanti, il porte le nom de régime de retraite « en fiducie »⁵⁵. Les caisses de retraite « en fiducie » ont un actif d'environ 93 milliards de dollars, dont environ 37 p. 100 est investi sous forme d'actions de compagnie⁵⁶. Dans le cadre de ces régimes, le comité de retraite est responsable de la garde et de la gestion des fonds confiés au régime, outre qu'il est chargé de l'application des modalités du régime⁵⁷.

ENSEIGNANTES, *Rapport annuel 1994*, North York, Conseil du régime de retraite des enseignants et enseignantes, 1994.

49. P. WILLIAMS et F. GROSSI, *loc. cit.*, note 43, 48-49.

50. *Loi sur les régimes complémentaires de retraite*, L.R.Q., c. R-17.1.

51. Sur le fonctionnement de ces régimes de retraite : A. GAZAILLE, *Guide des régimes de retraite : les régimes privés*, Montréal, Wilson & Lafleur, 1990 ; L.I. BEAUDOIN, *Le contrat de gestion de portefeuille de valeurs mobilières*, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 1994, pp. 20-22 ; R. CRÊTE, « Les régimes complémentaires de retraite au Québec : une institution à découvrir en droit civil », (1989) 49 *R. du B.* 177, 179 ; J. LAURENT, « Droit des participants au surplus des caisses de retraite », (1990) 50 *R. du B.* 959, 964 et suiv.

52. A. GAZAILLE, *op. cit.*, note 51, pp. 44-46.

53. *Supra*, les notes 33-36 et le texte correspondant.

54. A. GAZAILLE, *op. cit.*, note 51, p. 47.

55. *Loi sur les régimes complémentaires de retraite*, précitée, note 50, art. 150.

56. STATISTIQUE CANADA, *op. cit.*, note 35, p. 23, 25.

57. A. GAZAILLE, *op. cit.*, note 51, pp. 44-46.

À cet effet, il doit notamment établir une politique de placement qui déterminera comment seront investis les fonds sous sa responsabilité⁵⁸. Le comité de retraite peut toutefois déléguer ses pouvoirs de gestion de l'actif du régime⁵⁹.

Le cas échéant, la délégation se fait au moyen d'un contrat conclu entre le comité de retraite et l'administrateur du régime qui décrit les droits et obligations de ce dernier⁶⁰. Le contrat est accompagné de la politique de placement du comité de retraite que devra respecter l'administrateur du régime. Mentionnons que le comité de retraite peut répartir la gestion de la caisse de retraite parmi différents gestionnaires grâce à plusieurs ententes contractuelles⁶¹. En outre, rien n'empêche ces gestionnaires de sous-déléguer la gestion de la caisse de retraite à un autre gestionnaire⁶².

De façon générale, les caisses de retraite sont administrées, en vertu de ces ententes, par des sociétés de fiducie, des compagnies d'assurances ou des gestionnaires de portefeuilles⁶³. En raison de leurs compétences en matière de services fiduciaires, les sociétés de fiducie détiennent l'administration de la plus grande part des sommes investies dans les régimes de retraite privés non garantis⁶⁴.

La délégation de l'administration des régimes de retraite peut limiter de façon importante l'influence qu'une caisse de retraite peut avoir en matière de régie d'entreprise. En effet, lorsqu'un comité de retraite conserve la gestion du régime de retraite, la caisse de retraite détient directement les titres des compagnies qui composent son portefeuille. Cela lui permet, en tant qu'actionnaire, d'intervenir à l'égard des affaires des compagnies dont elle détiendra les titres. Autrement, lorsque la gestion du régime de retraite est déléguée, le fiduciaire qui investit l'actif du régime est généralement responsable de l'exercice des droits de vote afférents aux actions composant

58. *Loi sur les régimes complémentaires de retraite*, précitée, note 50, art. 168-170.

59. *Id.*, art. 152-155; A. GAZAILLE, *op. cit.*, note 51, pp. 46-47. Il semble que ce soit surtout les grandes caisses de retraite qui conservent en tout ou en partie l'administration de leur régime. À titre d'exemple, mentionnons que l'Ontario Municipal Employees Retirement System (OMERS), le Conseil du régime de retraite des enseignants et enseignantes de l'Ontario et la caisse de retraite de Canadien Pacifique conservent presque totalement la gestion de leur régime: P. WILLIAMS, « The Management Shuffle », *Benefits Canada*, avril 1994, pp. 53-55; P. WILLIAMS et F. GROSSI, *loc. cit.*, note 43, 48-49.

60. L.I. BEAUDOIN, *op. cit.*, note 51, pp. 20-22; J. LAURENT, *loc. cit.*, note 51.

61. STATISTIQUE CANADA, *op. cit.*, note 35, p. 8.

62. *Loi sur les régimes complémentaires de retraite*, précitée, note 50, art. 152.

63. J. ARMSTRONG, *loc. cit.*, note 29, 66-68; A. GAZAILLE, *op. cit.*, note 51, pp. 46, 47; STATISTIQUE CANADA, *op. cit.*, note 35, p. 8.

64. STATISTIQUE CANADA, *op. cit.*, note 35, p. 8.

le portefeuille du régime de retraite. Le fiduciaire possède ainsi le pouvoir d'effectuer des interventions en matière de régime d'entreprise. Ses interventions pourront toutefois être circonscrites par la politique de placement établie par le comité de retraite.

1.2.4 Les fonds communs de placement

Les fonds communs de placement sont nombreux et poursuivent des objectifs très variés. Essentiellement, nous pouvons décrire le fonds commun de placement comme une institution de placement collectif qui, par l'émission de titres, réunit les capitaux des épargnants dans le but de leur procurer le rendement normalement atteint avec des sommes d'argent considérables⁶⁵. Les sommes qui y sont investies ont connu une croissance phénoménale et de nombreuses institutions financières en font désormais la gestion et le placement⁶⁶.

Il existe deux grands types de fonds communs de placement. D'une part, nous avons les fonds communs de placement à capital variable ou « fonds mutuels » qui sont les plus répandus⁶⁷. Sans aucun doute, c'est ce type de fonds communs de placement qui a connu la croissance la plus spectaculaire depuis les 20 dernières années. À titre d'exemple, la valeur marchande des parts de fonds mutuels en circulation est passée de trois milliards de dollars au début des années 70 à plus de 100 milliards de dollars en 1995, connaissant ainsi une croissance annuelle moyenne de 14 p. 100 (voir le tableau 6)⁶⁸. Les actions comptent pour plus de 25 p. 100 de l'actif des fonds communs de placement⁶⁹.

L'expression « capital variable » signifie qu'il est possible de placer des capitaux directement dans le fonds en achetant des parts de ce dernier en tout temps⁷⁰. En effet, les parts d'un fonds commun de placement à capital

65. *Loi sur les valeurs mobilières*, L.R.Q., c. V-1.1, art. 5 (8) (ci-après citée: « L.V.M. »); J.E. HATCH et M.J. ROBINSON, *Investment Management in Canada*, 2^e éd., Scarborough, Prentice-Hall, 1989, pp. 672-674.

66. E. FINE et M. ZELMER, « Le marché canadien des fonds mutuels », *Revue de la Banque du Canada*, n° 1, 1992-1993, p. 57; MINISTRE DÉLÉGUÉ AUX FINANCES ET À LA PRIVATISATION, *op. cit.*, note 13, pp. 46-48; CONSEIL ÉCONOMIQUE DU CANADA, *Les marchés financiers et la mondialisation*, *op. cit.*, note 1, pp. 17, 19, 20.

67. En anglais, ces fonds portent le nom d'*open end fund*. M. GILLEN, *Securities Regulation in Canada*, Toronto, Butterworths, 1992, pp. 391-392; J.E. HATCH et M.J. ROBINSON, *op. cit.*, note 65, p. 672.

68. R. DRENNAN et F. GROSSI, *loc. cit.*, note 32, 36; E. FINE et M. ZELMER, *loc. cit.*, note 66, 61; D. SLOCUM, « Mutual Funds top \$ 100-billion », *The Globe and Mail*, 17 novembre 1993, p. B-10.

69. J.G. MACINTOSH, *loc. cit.*, note 26, 186.

70. J.E. HATCH et M.J. ROBINSON, *op. cit.*, note 65, p. 672.

variable sont vendues continuellement à un prix qui traduit réellement la valeur marchande des avoirs du fonds⁷¹. Inversement, un épargnant peut également retirer ses capitaux lorsqu'il le désire⁷². Le montant qu'il obtiendra lorsqu'il demandera le rachat de ses parts dépendra aussi de la valeur de ses parts à ce moment.

D'autre part, nous retrouvons les sociétés de placement à capital fixe qui sont très peu nombreuses au Canada⁷³. Elles fonctionnent de façon similaire aux fonds mutuels. Ainsi, ces sociétés mobilisent des capitaux auprès du public en offrant des titres de la même manière que toute autre société par actions. Le capital ainsi amassé est utilisé pour constituer un portefeuille de placement confié à un gestionnaire de fonds. Une fois constitué, le capital est toutefois fermé, et il n'y a plus ensuite d'autres offres de titres⁷⁴. Ainsi, les titres de la société ne peuvent être achetés ou vendus qu'en bourse ou sur le marché hors cote. La société de placement à capital fixe est donc moins souple pour l'épargnant, puisqu'il lui faut trouver un acheteur lorsqu'il veut réaliser son placement. En outre, les titres sont négociés avec un escompte par rapport au prix de leur valeur de liquidation.

1.2.5 Les gestionnaires de portefeuilles

L'activité de gestion de portefeuilles peut se réaliser à l'interne, par des employés de l'institution, ou à l'externe, par des mandataires de cette dernière. Dans la présente section, nous nous intéresserons plus particulièrement à la gestion externe des portefeuilles.

Lise Beaudoin, dans son ouvrage sur le sujet, définit ainsi la gestion de portefeuille :

La gestion d'office d'un portefeuille résulte d'une délégation de la part du client de son pouvoir de décider. Cette tâche vise les activités intellectuelles, tactiques et stratégiques posées sur un portefeuille. Le gérant agit conformément aux objectifs de placement établis avec le client. Ses décisions sont essentiellement guidées par l'idée de maximiser le rendement du portefeuille compte tenu des risques que l'opération comporte. Il décide de la composition du portefeuille et des placements à faire. Il transmet, au nom et pour le compte du client, des ordres d'acheter ou de vendre des titres à un courtier en valeurs⁷⁵.

71. E. FINE et M. ZELMER, *loc. cit.*, note 66, 58.

72. *Ibid.*

73. J.E. HATCH et M.J. ROBINSON, *op. cit.*, note 65, p. 672. Mentionnons, à titre d'exemple, Argus Corporation, Canadian General Investments Ltd. et, jusqu'à récemment, Croissance Québec.

74. *Ibid.*

75. L.I. BEAUDOIN, *op. cit.*, note 51, p. 25.

En résumé, les gestionnaires de portefeuilles décident donc de l'achat ou de la vente des actions, outre qu'ils exercent les droits de vote de ces dernières, pour leurs clients.

Les investisseurs institutionnels délèguent la gestion de leur portefeuille à ces gestionnaires pour différentes raisons⁷⁶. Premièrement, ces investisseurs peuvent tenter d'obtenir un meilleur rendement en confiant leur actif à des gestionnaires spécialisés⁷⁷. Deuxièmement, la délégation peut être effectuée pour alléger les équipes de gestion de l'institution d'une partie de l'administration de l'actif⁷⁸. Au cours des dernières années, la croissance fulgurante de l'actif des investisseurs institutionnels a dépassé, dans de nombreux cas, les capacités des gestionnaires internes dont ils disposaient. En outre, le recours aux gestionnaires de portefeuilles reflète le désir de ces investisseurs de diversifier non seulement leurs placements, mais également le style de gestion de leur actif.

L'utilisation des services de ces gestionnaires est largement répandue (voir le tableau 6). Ainsi, les 40 gestionnaires de portefeuilles les plus importants administreraient à eux seuls plus de 190 milliards de dollars d'actif pour des régimes de retraite en 1995 (voir le tableau 7)⁷⁹. De plus en plus de caisses de retraite publiques suivent l'exemple des caisses de retraite privées et confient une partie ou la totalité de la gestion de leur actif à des gestionnaires de portefeuilles externes⁸⁰.

Au Canada, le gestionnaire de portefeuilles le plus important est, sans aucun doute, la Caisse de dépôt et placement du Québec⁸¹. Celle-ci a été constituée en 1965 par une loi de l'Assemblée nationale, sur l'initiative du gouvernement Lesage⁸². Véritable outil d'intervention économique⁸³, la

76. S. JANSSON, « Second Thoughts about Outside Managers », *Institutional Investor*, juillet 1987, p. 137.

77. En 1993, les caisses de retraite gérant elles-mêmes la presque totalité de leur actif ont affiché un rendement de 15,2 p. 100, contre un rendement de 17,6 p. 100 pour celles qui avaient délégué la gestion à un gestionnaire spécialisé : P. WILLIAMS, *loc. cit.*, note 59, 53-55.

78. S. JANSSON, *loc. cit.*, note 76, 138.

79. R. DRENNAN et F. GROSSI, *loc. cit.*, note 32, 32.

80. *Ibid.* Environ 60 p. 100 de l'actif des gestionnaires de portefeuilles provient des caisses de retraite.

81. P. WILLIAMS, *loc. cit.*, note 59, 59 ; R. LE COURS et M. TREMBLAY, « Une Caisse parmi d'autres », *La Presse*, 4 mai 1993, p. C-1.

82. *Loi sur la Caisse de dépôt et placement du Québec*, L.Q. 1965, c. 23. Sur l'histoire de la Caisse de dépôt : M. PELLETIER, *La machine à milliards*, Montréal, Éditions Québec-Amérique, 1989.

83. P.A. LINTEAU, R. DUROCHER, J.-C. ROBERT et F. RICARD, *Histoire du Québec contemporain*, t. II, Montréal, Boréal compact, 1989, pp. 469-470 ; A. GIBBON, « Quebec Pension Fund Shaped New Economy », *The Globe and Mail*, 15 janvier 1992, p. A-7. Pour une

Caisse de dépôt a pour mission de « réaliser un rendement financier optimal, et [de] contribuer par son action au dynamisme de l'économie du Québec, tout en veillant à la sécurité des capitaux sous gestion⁸⁴ ». Contrairement à la croyance populaire, la Caisse de dépôt n'est pas une caisse de retraite, mais bien un gestionnaire de portefeuilles qui investit « les fonds qui proviennent de caisses de retraite, de régimes d'assurances et d'organismes publics québécois⁸⁵ ». En effet, elle n'est pas responsable du fonctionnement et de l'administration d'aucune caisse de retraite. La Caisse de dépôt investit environ 30 p. 100 de ses 44 milliards de dollars d'actif sous forme d'actions canadiennes, ce qui en fait l'investisseur institutionnel le plus influent au Canada (voir le tableau 3)⁸⁶.

Tableau 1

Les principales institutions de dépôt⁸⁷
1994

Institutions	Actif (milliards \$)
Banque Royale du Canada	173,1
Banque CIBC	151,0
Banque de Montréal	138,2
Banque Scotia	133,0
Banque Toronto-Dominion	99,8
Mouvement Desjardins	77,0

critique du rôle de la Caisse: P. ARBOUR, *Québec inc. et la tentation du dirigisme*, Montréal, L'Étincelle éditeur, 1993.

84. CAISSE DE DÉPÔT ET PLACEMENT DU QUÉBEC, *Rapport annuel 1994*, Montréal, Direction des communications, 1994, p. 4.

85. *Id.*, p. 2.

86. CAISSE DE DÉPÔT ET PLACEMENT DU QUÉBEC, *op. cit.*, note 84, p. 14; D. STOFFMAN, « Look Who's Calling the Shots », *Canadian Business*, juillet 1990, pp. 45-46.

87. N. SAINT-HILAIRE, *loc. cit.*, note 13, 99.

Tableau 2
Les principales compagnies d'assurance-vie⁸⁸
1994

Institutions	Actif (milliards \$)
Financière ManuVie	40,2
Sun Life du Canada	40,2
Great-West	27,2
Canada sur la vie	19,6
Groupe La Mutuelle	19,2

Tableau 3
Les investisseurs institutionnels les plus influents⁸⁹
1994

Institutions	Actif (milliards \$)
Caisse de dépôt et placement du Québec	44,9
Jarislowsky Fraser & Co.	10,6
Ontario Municipal Employees Retirement Systems (OMERS)	21,0
Caisse de retraite du Canadien National	7,8
Caisse de retraite de Bell Canada (Bincor inc.)	6,9

88. *Id.*, 108.

89. P. WILLIAMS et F. GROSSI, *loc. cit.*, note 43, 48-49; CAISSE DE DÉPÔT ET PLACEMENT DU QUÉBEC, *op. cit.*, note 84, p. 3; D. STOFFMAN, *loc. cit.*, note 86, 45-46. Voir R. DRENNAN et F. GROSSI, *loc. cit.*, note 32.

Tableau 4
Les dix principales caisses de retraite publiques⁹⁰
1994

Institutions	Actif (milliards \$)
Caisse de retraite des enseignants de l'Ontario (TEACHERS)	35,1
Régime de retraite des employés du gouvernement et des organismes publics du Québec (RREGOP)	32,5
Ontario Municipal Employees Retirement Systems (OMERS)	21,0
Employés du gouvernement de l'Ontario	12,1
Employés du secteur public de l'Alberta	9,0
Hôpitaux de l'Ontario	8,1
Canadien National	7,8
Employés municipaux de la Colombie-Britannique	6,8
Hydro-Ontario	6,6
Employés du gouvernement de la Colombie-Britannique	5,9

Tableau 5
Les dix principales caisses de retraite privées⁹¹
1994

Institutions	Actif (milliards \$)
Bincor inc. (Bell Canada)	6,9
Commission de la construction du Québec	4,2
Canadien Pacifique	3,7
General Motors du Canada	3,3
Air Canada	3,2
Alcan	2,4
Banque Royale du Canada	2,1
Northern Telecom	1,9
Mouvement Desjardins	1,8
Policiers de la Communauté urbaine de Montréal	1,8

90. P. WILLIAMS et F. GROSSI, *loc. cit.*, note 43, 48; CAISSE DE DÉPÔT ET PLACEMENT DU QUÉBEC, *op. cit.*, note 84, p. 3.

91. P. WILLIAMS et F. GROSSI, *loc. cit.*, note 43, 48.

Tableau 6
Les dix principaux fonds mutuels⁹²
1994

Institutions	Actif (milliards \$)
Group Investors	16,2
Banque Royale	13,4
Mackenzie Financial	10,3
T.A.L. Investment Council	7,8
Trimarck	7,7
Toronto Dominion	5,8
Altamira	5,5
Banque de Montréal	5,2
Mulvihill Canada	4,0
Templeton	4,0

Tableau 7
Les dix principaux gestionnaires de portefeuilles⁹³
1994

Institutions	Actif (milliards \$)
Caisse de dépôt et placement du Québec	48,1
T.A.L. Investment Counsel	21,7
Altamira Management	15,0
RT Capital Management	13,6
Phillips, Hager, North	13,1
Sceptre Investment	11,1
Jarislowsky, Fraser	10,4
Beutel Goodman	10,1
Connor, Clark & Lunn	9,9
Gryphon Investment Counsel	9,4

92. R. DRENNAN et F. GROSSI, *loc. cit.*, note 32, 36.

93. *Id.*, note 32, 32; CAISSE DE DÉPÔT ET PLACEMENT DU QUÉBEC, *op. cit.*, note 84, p. 3.

2. Les modes d'intervention des investisseurs institutionnels en matière de régie d'entreprise

Depuis quelques années, plusieurs investisseurs institutionnels démontrent un intérêt croissant à l'égard des questions reliées à la régie d'entreprise. Leur intérêt se manifeste, d'une part, par des interventions destinées à protéger leurs investissements au sein des entreprises. À ces occasions, les investisseurs institutionnels interviennent pour contribuer à la mise en œuvre des mécanismes légaux protégeant les intérêts des actionnaires. Ainsi, ils participent à la prévention des transactions abusives pour les actionnaires minoritaires, qui sont amorcées par les actionnaires principaux. De même, ils interviennent dans le contexte des offres publiques d'achat dans le but d'assurer la maximisation de leurs avoirs. Par ailleurs, certains de ces investisseurs se sont joints au mouvement de réforme visant à améliorer les règles de régie interne des entreprises afin d'accroître l'imputabilité de leurs dirigeants.

L'importance de la participation de ces investisseurs dans les compagnies publiques a conféré une ampleur notable à leurs interventions qui contribuent à améliorer la régie d'entreprise. Nous examinerons, ci-dessous, certaines manifestations de l'intérêt des investisseurs institutionnels à l'égard de la régie d'entreprise. Mais, tout d'abord, nous définirons la notion de régie d'entreprise, puis nous présenterons les principaux moyens d'intervention dont disposent les investisseurs institutionnels.

2.1 La notion de régie d'entreprise

La notion de régie d'entreprise (*corporate governance*) est très large et son analyse détaillée dépasse le cadre de la présente étude⁹⁴. En résumé, elle concerne les règles de fonctionnement, de contrôle et d'imputabilité qui régissent l'organisation interne des entreprises⁹⁵. La notion englobe la vaste question de la séparation des pouvoirs et des relations entre les actionnaires, les dirigeants et les autres constituantes de l'entreprise⁹⁶.

L'objectif principal de la régie d'entreprise est d'assurer la rentabilité de l'entreprise et l'appréciation de la valeur du patrimoine des actionnaires, tout en prêtant attention aux intérêts des autres constituantes de l'entre-

94. Voir en général R.J. DANIELS et R. Morck, *op. cit.*, note 4 ; R.J. DANIELS « Symposium : Corporate Governance in Transition », (1995) 26 *Can. Bus. L.J.* 1.

95. H.M. BYBELEZER, « The « Corporate Governance » Debate and Modern Theory of the Firm : Some Lessons », dans L. SARNA (dir.), *Corporate Structure, Finance and Operations*, t. 5, Toronto, Carswell, 1988, p. 54.

96. J.M. MATHESON et B.A. OLSON, « Corporate Law and the Longterm Shareholder Model of Corporate Governance », (1992) 76 *Minn. L. Rev.* 1313, 1315, à la note 2.

prise. Pour notre étude, nous adopterons la définition suivante de la régie d'entreprise :

«Corporate governance» means the process and structure used to direct and manage the business and affairs of the corporation with the objective of enhancing shareholder value, which includes ensuring the financial viability of the business. The process and structure define the division of power and establish mechanisms for achieving accountability among shareholders, the board of directors and management. The direction and management of the business should take into account the impact on other stakeholders such as employees, customers, suppliers and communities⁹⁷.

2.2 Le cadre réglementaire des interventions des investisseurs institutionnels

Les investisseurs institutionnels possèdent plusieurs moyens pour intervenir à l'égard de la régie d'entreprise des compagnies dont ils sont actionnaires. Ces moyens d'intervention sont encadrés notamment par le droit des compagnies, de même que par le droit des valeurs mobilières. Dans ce qui suit, nous examinerons sommairement les principaux moyens d'intervention que peuvent utiliser les investisseurs institutionnels, en faisant ressortir les approches privilégiées par ceux-ci.

2.2.1 Le droit des compagnies

2.2.1.1 Les interventions extrajudiciaires

L'exercice des droits de vote rattachés aux actions des compagnies constitue le principal moyen d'intervention extrajudiciaire dont disposent les investisseurs institutionnels⁹⁸. Tout d'abord, les droits de vote permettent aux investisseurs institutionnels de participer à l'élection ou à la destitution des administrateurs à l'occasion de l'assemblée générale des actionnaires⁹⁹. Ces investisseurs détiennent ainsi une influence sur le choix des membres des conseils d'administration chargés de gérer les affaires des compagnies. Cela leur confère un moyen de contrôle sur les activités de l'administration¹⁰⁰. En effet, les investisseurs institutionnels peuvent

97. TORONTO STOCK EXCHANGE COMMITTEE, *Where Were the Directors?*, Report of the Toronto Stock Exchange Committee on Corporate Governance in Canada, Toronto, 1994, p. 7 (ci-après cité : « rapport Dey »).

98. M. MARTEL et P. MARTEL, *La compagnie au Québec — Les aspects juridiques*, Montréal, Wilson & Lafleur, 1994, pp. 335-336.1.

99. *Loi sur les compagnies*, L.R.Q., c. C-38, art. 89, 123.77 (ci-après citée : « L.C.Q. »); *Loi canadienne sur les sociétés par actions*, L.R.C., c. C-44, art. 106 (3), 109 (ci-après citée : « L.C.S.A. »).

100. J. TURGEON, « Le pouvoir de contrôle des actionnaires sur les activités de la compagnie et de ses dirigeants », (1979) 39 *R. du B.* 230, 269-273.

contribuer à l'élection d'administrateurs qui reflètent leurs positions et préoccupations concernant la gestion d'une entreprise. Inversement, ils peuvent participer à la destitution des administrateurs qui ne gèrent pas une entreprise dans le meilleur intérêt des actionnaires.

Aux États-Unis, les investisseurs institutionnels ont exercé à plusieurs reprises une influence considérable dans ce contexte. Ainsi, ils ont joué un rôle prépondérant dans la destitution des présidents de grandes compagnies telles que General Motors, IBM, American Express, Eastman Kodack et Westinghouse qui présentaient des résultats décevants¹⁰¹. Au Canada, les investisseurs institutionnels ne sont intervenus que rarement pour destituer des membres des conseils d'administration, faisant preuve de déférence à l'égard de ces derniers¹⁰². Mentionnons, à titre d'exception, le cas de Télé-globe où la Caisse de dépôt et placement, OMERS, BCE et Rogers Communications se sont emparés de la majorité au conseil d'administration pour en chasser le président et chef de direction, William McKenzie, et le remplacer par Charles Sirois¹⁰³.

Les droits de vote dont disposent les investisseurs institutionnels leur permettent également de se prononcer sur les changements importants devant être apportés aux compagnies. En effet, les lois sur les compagnies prévoient qu'aucune modification importante envisagée par le conseil d'administration ne peut être effectuée sans la consultation et l'approbation des actionnaires¹⁰⁴. En règle générale, l'approbation des changements se fait par le vote favorable des deux tiers des actionnaires réunis en assemblée générale¹⁰⁵.

Ce droit de regard sur les changements importants donne aux investisseurs institutionnels la possibilité d'assurer la protection de leurs intérêts au moment des réorganisations corporatives. Ainsi, ces investisseurs peuvent s'opposer à la réalisation des opérations qui portent préjudice à leurs intérêts, en votant contre celles-ci. Le succès de leur opposition à une réorganisation corporative demeure toutefois tributaire de leur capacité à réunir plus du tiers des votes des actionnaires pour empêcher la réalisation d'une telle opération.

101. C. TURCOTTE, « Le président bouc-émissaire », *Le Devoir*, 6-7 février 1993, p. B-1.

102. *Ibid.* ; P.A. KOVAL, « Trends in Canadian Shareholder Activism », dans THE CANADIAN INSTITUTE, *Duties and Liabilities of Officers and Directors*, Toronto, Canadian Institute Publications, 1992, pp. 55-57.

103. R. LE COURS et M. TREMBLAY, « Au Canada, les grandes familles résistent encore », *La Presse*, 2 mai 1994, p. A-1.

104. L.C.Q., art. 21, 63, 77, 87, 92, 123.101 et suiv., 123.126 ; L.C.S.A., art. 6 (3), 103 (5), 173 et suiv., 183.

105. M. MARTEL et P. MARTEL, *op. cit.*, note 98, pp. 354.2-368.

Du reste, il est important de signaler que ce mécanisme est complété par les règles du droit des valeurs mobilières, auxquelles sont assujetties les compagnies publiques, qui offrent une protection plus étendue aux actionnaires minoritaires au moment des réorganisations corporatives. Comme nous le verrons, ces règles facilitent l'opposition des investisseurs aux opérations qui menacent leurs intérêts. Aussi, les interventions les plus notables des investisseurs institutionnels, dans le contexte de ces opérations, sont généralement réalisées par l'entremise de ces règles.

En terminant, mentionnons que les investisseurs institutionnels qui sont actionnaires de compagnies fédérales disposent du mécanisme de la proposition pour intervenir à l'égard des affaires de ces dernières¹⁰⁶. Ce mécanisme permet aux actionnaires de soumettre à une compagnie un avis quant à toute question qu'ils prévoient soulever à l'assemblée des actionnaires et de discuter de cette question au cours de l'assemblée. Lorsque cela est nécessaire, la proposition peut être soumise au vote des actionnaires. Malgré son intérêt, ce mécanisme n'est cependant utilisé que très rarement par les investisseurs institutionnels et les actionnaires individuels canadiens. Selon Koval :

the concentrated nature of ownership and control of Canadian public companies decreases the likelihood of shareholder approval for any shareholder proposal to which a controlling shareholder and management object. In addition, given the practice of Canadian institutional investors to negotiate privately with issuers, it is unlikely that many would opt for the highly public, aggressive shareholder proposal technique¹⁰⁷.

Les mécanismes d'intervention extrajudiciaires du droit corporatif permettent donc aux investisseurs institutionnels de manifester, de différentes façons, leur intérêt concernant la régie d'entreprise. Jusqu'à présent, les investisseurs institutionnels ont toutefois réalisé peu d'interventions marquantes à l'aide de ces mécanismes¹⁰⁸. L'exercice des droits de vote rattachés aux actions des compagnies demeure néanmoins pour eux un outil d'intervention important. En ce sens, plusieurs investisseurs institutionnels ont adopté récemment des lignes directrices guidant l'exercice de leurs droits de vote. Ces lignes directrices, que nous examinerons ultérieurement, énoncent les positions que ces investisseurs appuient en matière de régie d'entreprise et sont destinées à influencer sur les décisions des administrateurs et dirigeants dans ce domaine.

106. *Id.*, pp. 775-778 ; L.C.S.A., art. 137.

107. P.A. KOVAL, *loc. cit.*, note 102, 39.

108. J.G. MACINTOSH, « The Role of Institutional and Retail Investors in Canadian Capital Markets », (1993) 31 *Osgoode Hall L.J.* 371, 381-382.

2.2.1.2 Les interventions judiciaires

Les investisseurs institutionnels possèdent un large éventail de recours judiciaires pour intervenir au sein des compagnies dont ils sont actionnaires. La nature des recours varie selon la loi en vertu de laquelle les compagnies sont constituées.

Pour assurer la protection de leurs intérêts, le principal recours dont disposent les institutions qui sont actionnaires des compagnies constituées en vertu de la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* (L.C.S.A.) est le recours pour oppression, édicté par l'article 241 L.C.S.A. En résumé¹⁰⁹, ce recours permet au tribunal de rendre toute ordonnance pour remédier à une situation où une compagnie ou ses administrateurs abusent des droits des actionnaires, portent injustement atteinte à leurs intérêts ou n'en tiennent pas compte injustement. Dans le cadre de ce recours, le tribunal peut rendre des ordonnances comme la condamnation à des dommages-intérêts, l'annulation des actes abusifs ou la destitution des administrateurs.

En outre, les investisseurs institutionnels qui sont actionnaires des compagnies fédérales peuvent recourir au droit de dissidence pour protéger leurs intérêts au moment de la réalisation de changements importants¹¹⁰. Le droit de dissidence permet aux actionnaires qui ne veulent pas continuer à investir dans une compagnie, à la suite de changements importants, de vendre leurs actions à la compagnie à leur juste valeur. L'intervention du tribunal n'est nécessaire que lorsque l'actionnaire et la compagnie ne peuvent s'entendre sur la juste valeur des actions¹¹¹.

Enfin, selon la loi fédérale, un actionnaire peut intenter une action au nom d'une compagnie pour obtenir la réparation des dommages qui sont causés à celle-ci¹¹². Cette action oblique de la nature d'une action dérivée peut être utilisée, par exemple, s'il y a utilisation abusive de l'actif d'une compagnie par les actionnaires principaux. Soulignons, à cet égard, que les actionnaires ne peuvent exercer de recours personnel contre l'auteur d'un tel préjudice¹¹³. En effet, les tribunaux estiment que l'utilisation abusive de l'actif d'une compagnie par les actionnaires principaux touche principalement la compagnie¹¹⁴. Ils accordent peu d'importance au fait qu'un

109. Voir sur ce recours : M. MARTEL et P. MARTEL, *op. cit.*, note 98, pp. 785 et suiv. ; T. HADDEN, R.E. FORBES et R.L. SIMMONDS, *Canadian Business Organizations Law*, Toronto, Butterworths, 1984, pp. 260-265.

110. L.C.S.A., art. 190.

111. *Id.*, art. 190 (15), (16).

112. *Id.*, art. 239.

113. *Foss c. Harbottle*, (1843) 2 Hare 461 ; *Burland c. Earle*, [1902] A.C. 83.

114. 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, 67.

dommage causé à la compagnie peut en diminuer les profits et nuire incidemment aux intérêts personnels des actionnaires. En conséquence, les tribunaux considèrent que les actionnaires ne peuvent réclamer que la réparation du préjudice subi par la compagnie, au moyen de l'action « dérivée ».

Au Québec, les moyens d'interventions judiciaires mis à la disposition des actionnaires par la *Loi sur les compagnies* sont relativement limités¹¹⁵. Aussi, les investisseurs institutionnels qui sont actionnaires de compagnies québécoises doivent généralement s'en remettre aux recours de droit commun.

Par exemple, ces investisseurs peuvent recourir à l'action oblique dite « dérivée », reconnue par l'article 33 C.p.c., lorsqu'ils désirent prendre un recours au nom d'une compagnie pour faire indemniser les dommages causés à celle-ci¹¹⁶. Les investisseurs institutionnels peuvent également utiliser l'article 323 C.c.Q., de droit nouveau, pour faire réprimer l'utilisation abusive de l'actif d'une compagnie. Cette disposition édicte ceci :

L'administrateur ne peut confondre les biens de la personne morale avec les siens ; il ne peut utiliser, à son profit ou au profit d'un tiers, les biens de la personne morale [...] à moins qu'il ne soit autorisé à le faire par les membres de la personne morale.

Ces investisseurs pourront faire sanctionner le manquement à cette obligation par un recours en dommages et reddition de comptes de l'enrichissement obtenu¹¹⁷. Selon un auteur, « il ne sera plus nécessaire de baser les recours sur le dommage causé à la personne morale, car l'annulation de l'acte et la remise du bénéficiaire personnel ne dépendent pas de ce facteur¹¹⁸ ».

Enfin, les investisseurs institutionnels peuvent tenter une action personnelle pour contester les opérations qui portent atteinte à leurs droits personnels. Par exemple, ils peuvent tenter une telle action à l'encontre des opérations qui enfreignent leur droit à l'égalité de traitement. Ce dernier, qui se retrouve en filigrane dans les lois corporatives, a été maintes fois

115. Voir en général R. CRÊTE, *loc. cit.*, note 114. Le principal recours édicté par la *Loi sur les compagnies* est le compromis destiné à protéger les actionnaires minoritaires lorsque des changements importants sont proposés. Cette procédure de nature préventive permet aux actionnaires de demander au tribunal que les changements soient soumis à l'approbation des actionnaires. L.C.Q., art. 49 ; M. MARTEL et P. MARTEL, *op. cit.*, note 98, pp. 357-360.1. En droit fédéral, ce recours porte le nom d'« arrangement » : L.C.S.A., art. 192.

116. *Lagacé c. Lagacé*, [1966] C.S. 489, 491 ; *Crevier c. Paquin*, [1975] C.S. 260.

117. C.c.Q., art. 2146.

118. P. MARTEL, « Les personnes morales », dans *La réforme du Code civil*, t. 1, Sainte-Foy, Les Presses de l'Université Laval, 1993, p. 213.

reconnu par la jurisprudence¹¹⁹. Essentiellement, il exige que les actionnaires soient traités « sur le même pied, sans favoritisme ou discrimination¹²⁰ ». En outre, ce recours peut être utilisé pour contester des transactions qui ne sont pas réalisées dans un but légitime¹²¹. Rappelons que selon la théorie de la finalité des pouvoirs, élaborée par la jurisprudence et la doctrine, les administrateurs sont investis de pouvoirs à des fins précises¹²². Ainsi, tout pouvoir qui n'est pas exercé conformément à sa finalité enfreint ce principe et constitue un abus de pouvoir¹²³.

Les investisseurs institutionnels disposent donc de recours judiciaires variés pour protéger et promouvoir leurs intérêts au sein des compagnies. Toutefois, comme nous le verrons dans l'examen de certaines manifestations de l'activisme de ces investisseurs, ceux-ci semblent généralement privilégier une approche extrajudiciaire pour effectuer leurs interventions concernant la régie d'entreprise¹²⁴. Plus particulièrement, les investisseurs institutionnels semblent préférer les mécanismes établis par la réglementation des valeurs mobilières pour réaliser leurs interventions. Nous examinerons maintenant les mécanismes en question.

2.2.2 Le droit des valeurs mobilières

La réglementation du marché des valeurs mobilières, dont la *Loi sur les valeurs mobilières* (L.V.M.) est la clef de voûte au Québec, s'articule autour de deux principes fondamentaux, à savoir la protection des épargnants et le bon fonctionnement du marché¹²⁵. Dans cette perspective, la L.V.M. régleme-mente les différents aspects de ce secteur d'activité tels que l'appel public à l'épargne, la divulgation de l'information, les déclarations et transactions d'initiés, la sollicitation des procurations et les offres publiques d'achat.

119. L.C.Q., art. 48 (10); L.C.S.A., art. 24 (3). Voir par exemple *Beauchamp c. Les Contendants sanitaires C.S. Inc.*, [1980] C.S. 375. Voir aussi M. MARTEL et P. MARTEL, *op. cit.*, note 98, p. 334.

120. M. MARTEL et P. MARTEL, *op. cit.*, note 98, p. 334.

121. *Id.*, pp. 508-509.

122. Ce devoir est un corollaire du devoir de loyauté des administrateurs: B. WELLING, *Corporate Law in Canada—The Governing Disciples*, Toronto, Butterworths, 1991, p. 336 et suiv.

123. M. MARTEL et P. MARTEL, *op. cit.*, note 98, pp. 509-511.

124. Les investisseurs institutionnels utilisent néanmoins les recours judiciaires lorsque cela s'avère nécessaire. Voir par exemple: *In Re Domglas Inc. et Jarislowsky, Fraser & Co.*, [1980] C.S. 925, confirmé par [1982] C.A. 377; *General Accident Assurance Co. of Canada c. Lornex Mining Corp. Ltd.*, (1989) 40 B.L.R. 299 (Ont. H.C.); *Xerox Canada Inc. c. Ontario Municipal Retirement System*, [1991] O.J. (Quicklaw) n° 455 (H.C.) (requête incidente).

125. L.V.M., art. 276.

La Commission des valeurs mobilières du Québec (CVMQ), créée pour surveiller, promouvoir et orienter le marché des valeurs mobilières, détient la mission de favoriser l'atteinte de ces objectifs¹²⁶. Pour ce faire, la Commission est investie de vastes pouvoirs discrétionnaires à caractère réglementaire, administratif et juridictionnel. L'étendue de ses pouvoirs est d'autant plus grande que la CVMQ peut intervenir « non seulement sur la base des normes prévues dans la loi et dans les règlements, mais également sur la base du concept imprécis de l'intérêt public qu'elle applique dans l'exercice de ses pouvoirs discrétionnaires¹²⁷ ».

Parmi les principaux pouvoirs que détient la Commission, mentionnons son pouvoir d'enquête qui lui permet d'instituer une enquête en vue d'assurer l'application de la loi et des règlements, ou en vue de réprimer les infractions prévues par la loi, les infractions aux règlements et les infractions en matière de valeurs mobilières résultant des dispositions adoptées par une autre autorité législative¹²⁸. En outre, la CVMQ possède deux importants pouvoirs d'adjudication. En premier lieu, selon l'article 272.1 L.V.M., la Commission peut, d'office ou sur demande d'un intéressé, prendre toute mesure propre à assurer le respect des dispositions de la loi. Son pouvoir, qui englobe l'ensemble de la loi, lui confère un champ d'intervention très étendu¹²⁹. En second lieu, la CVMQ est investie du pouvoir de rendre une ordonnance de blocage interdisant à une personne toute activité en vue d'une opération sur valeurs et toute activité reliée à des opérations sur valeurs¹³⁰. Selon la Commission, l'étendue de son pouvoir doit s'apprécier en fonction de l'intérêt public et des objectifs de la loi dont elle est chargée d'assurer la mise en œuvre¹³¹. Dans cette perspective, il semble qu'il n'est pas nécessaire de prouver « une contravention spécifique à la Loi, au Règlement ou aux Instructions générales¹³² » pour être en mesure d'invoquer ce recours.

126. *Ibid.* ; R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, « Certains pouvoirs de la Commission des valeurs mobilières vus sous un angle constitutionnel », (1994) 28 *R.J.T.* 1, 4-8.

127. *Id.*, 8.

128. L.V.M., art. 239.

129. *Lavalin Tech*, (1992) XXIII *B.C.V.M.Q.* n° 21, p. 2 (ce pouvoir peut être utilisé à des fins tant préventives que curatives).

130. L.V.M., art. 265.

131. *Re Offre publique d'achat de C.T.C. Dealer Holdings Limited sur les actions ordinaires de la Société Canadian Tire Limitée*, (1988) XVIII *B.C.V.M.Q.* n° 24, p. A-22.

132. *Ibid.* La décision commune des commissions des valeurs mobilières de l'Ontario et du Québec dans l'affaire *Canadian Tire* a sévèrement été critiquée : R. DEMERS, « La décision *Canadian Tire* de la Commission des valeurs mobilières : la transaction en cause était-elle légale, inéquitable et abusive ? », (1988) 22 *R.J.T.* 253. Récemment, la commission ontarienne a paru vouloir limiter la portée de cette décision : *Re Asbestor Corporation Limited, Société Nationale de l'Amiante and Sa Majesté du Chef du Québec*, (1994) 17 *OSCB* 3537, 3553-3561.

Enfin, la Commission possède un pouvoir quasi réglementaire qui lui permet d'adopter des directives, appelées instructions générales, afin d'encadrer l'exercice de ses pouvoirs discrétionnaires et de définir les exigences découlant des objectifs de la loi¹³³. Les instructions générales complètent et précisent le cadre réglementaire institué par la L.V.M. et les règlements. La plupart des instructions générales ont un caractère administratif et n'ont pour objet que de régir la bonne administration de la L.V.M.¹³⁴. Certaines instructions générales ont toutefois un caractère normatif. Celles-ci établissent des règles qui touchent les droits et obligations d'une catégorie d'administrés qui interviennent dans le marché des valeurs mobilières. C'est le cas particulièrement de l'*Instruction générale Q-17*¹³⁵, qui oblige un émetteur à obtenir l'approbation de la majorité des actionnaires minoritaires au moment de la création d'actions subalternes. Il en va de même pour l'*Instruction générale Q-27*¹³⁶ et l'*Instruction générale C-38*¹³⁷ que nous examinerons plus attentivement dans la section 2.3. La première concerne les transactions pouvant donner lieu à des conflits d'intérêts, alors que la seconde, adoptée par l'ensemble des commissions des valeurs mobilières canadiennes, traite des mesures défensives adoptées dans le contexte des offres publiques d'achat.

De telles instructions générales « constituent une véritable réglementation économique, car elles sont destinées à modifier spécifiquement le comportement économique des individus et des entreprises¹³⁸ ». Toutefois, elles n'ont pas d'effet juridique direct sur les administrés, en raison de leur caractère quasi réglementaire¹³⁹. Autrement dit, les tribunaux ne peuvent imposer de sanction aux administrés qui enfreignent ces dernières. La CVMQ peut cependant sévir contre les contrevenants en utilisant ses vastes pouvoirs discrétionnaires pour imposer des sanctions indirectes. Par exemple, elle peut refuser ou retirer le visa d'un prospectus¹⁴⁰, ordonner la cessation des opérations¹⁴¹, retirer les privilèges de négociation ou encore

133. L.V.M., art. 274 ; J. SIMARD, *Réglementer le marché des valeurs mobilières par le biais d'instructions générales ; le cas de la Commission des valeurs mobilières du Québec*, mémoire de maîtrise, Sainte-Foy, Faculté des études supérieures, Université Laval, 1991, pp. 40-41.

134. J. SIMARD, *op. cit.*, note 133, p. 39.

135. L'*Instruction générale Q-17* est reproduite dans : M. THÉRIAULT et P. FORTIN, *Droit des valeurs mobilières au Québec*, t. I, Montréal, Wilson & Lafleur, 1992.

136. *Ibid.*

137. *Ibid.*

138. J. SIMARD, *op. cit.*, note 133, p. 40.

139. *Duglosz c. P.G. du Québec*, [1987] R.J.Q. 2312 (C.A.).

140. L.V.M., art. 15.

141. *Id.*, art. 265.

révoquer ou suspendre une inscription¹⁴². De telles sanctions, qui peuvent empêcher un administré d'utiliser le marché des valeurs mobilières, auront parfois un effet beaucoup plus important qu'une sanction pénale imposée par la loi.

En terminant, remarquons que les instructions générales sont élaborées avec la participation des principaux intervenants du marché des valeurs mobilières¹⁴³. En effet, lorsque la CVMQ envisage d'adopter une instruction générale, elle doit publier, dans un premier temps, le projet de cette instruction dans son bulletin hebdomadaire¹⁴⁴. Toute personne intéressée peut alors soumettre ses commentaires et recommandations à la Commission¹⁴⁵. Ce processus d'adoption des instructions générales permet aux investisseurs institutionnels d'intervenir durant l'élaboration de la réglementation.

Jusqu'à présent, les investisseurs institutionnels semblent avoir démontré une préférence à l'égard de ce cadre réglementaire pour effectuer leurs interventions en matière de régie d'entreprise. Nous examinerons plus en détail certaines de leurs interventions ultérieurement dans notre étude. Mentionnons, pour l'instant, que ces investisseurs ont appuyé à quelques reprises des demandes d'ordonnances présentées par des actionnaires devant la CVMQ et la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (CVMO)¹⁴⁶. En outre, ils ont utilisé les mécanismes non contentieux établis par ce cadre réglementaire pour effectuer leurs interventions. Par exemple, ils ont eu recours au mécanisme institué par l'*Instruction générale Q-27* pour prévenir les abus résultant des situations de conflits d'intérêts¹⁴⁷. De même, ils ont manifesté leur opposition à la mesure défensive, appelée « pilule empoisonnée », à l'aide du mécanisme de l'*Instruction générale C-38*¹⁴⁸.

2.3 La prévention des abus résultant des situations de conflits d'intérêts

Comme nous l'avons souligné précédemment, l'actionnariat de la plupart des compagnies publiques canadiennes est caractérisé par la présence

142. *Id.*, art. 152.

143. J. SIMARD, *op. cit.*, note 133, pp. 41-42.

144. L.V.M., art. 298.

145. Voir par exemple *Société en commandite Cedarcroft—Oshawa*, (1990) XXI B.C.V.M.Q. n° 2, p. 1.

146. Voir par exemple *Re Offre publique d'achat de C.T.C. Dealer Holdings Limited sur les actions ordinaires de la Société Canadian Tire Limitée*, précitée, note 131 ; *In Re Selkirk Communications Ltd.*, (1988) 11 OSCB 286.

147. *Infra*, section 2.3.

148. *Infra*, section 2.4.

d'un actionnaire majoritaire ou important détenant le contrôle *de jure* ou *de facto* de la compagnie. La présence d'un actionnaire principal au sein d'une compagnie réduit l'importance des conflits entre dirigeants et actionnaires. D'une part, la taille de la participation d'un actionnaire principal lui confère un intérêt suffisant pour surveiller les dirigeants. En effet, l'investissement de cet actionnaire risque d'être touché de façon importante lorsque la compagnie est administrée de façon négligente par les dirigeants. Inversement, il peut retirer des profits substantiels de son investissement lorsque la compagnie a de bons résultats. D'autre part, l'actionnaire principal détient, de par sa position, le contrôle effectif du conseil d'administration qui possède le pouvoir d'engager et de congédier les dirigeants. Ainsi, les dirigeants peu performants peuvent être congédiés rapidement sans que la tenue d'une assemblée des actionnaires ne soit nécessaire¹⁴⁹. La présence d'un actionnaire principal est donc perçue comme le gage d'un contrôle efficace des dirigeants¹⁵⁰.

Par contre, cette caractéristique de l'actionnariat des compagnies publiques rend les risques de conflits entre actionnaires plus élevés. En effet, les actionnaires principaux peuvent être tentés d'utiliser leur position dominante afin de promouvoir leurs propres intérêts au détriment des intérêts des actionnaires minoritaires¹⁵¹. Plus particulièrement, cette caractéristique rend possible la réalisation d'opérations inéquitable pour ces derniers. Dans la présente section, nous examinerons les interventions des investisseurs institutionnels destinées à empêcher ou à prévenir la réalisation de telles opérations.

2.3.1 Les situations conflictuelles

Au sein des compagnies publiques, deux types d'opérations présentent des risques particulièrement élevés d'abus pour les actionnaires minoritaires : les opérations de privatisation et les transactions entre parties liées.

149. Lorsqu'un dirigeant est également un administrateur de la compagnie, son congédiement demandera toutefois le vote des actionnaires : L.C.Q., art. 123.77 ; L.C.S.A., art. 109 (1).

150. Pour des indices empiriques du lien entre le rendement des compagnies et la concentration de l'actionnariat : B.S. BLACK, « The Value of Institutional Investor Monitoring : The Empirical Evidence », (1992) 39 *UCLA L. Rev.* 895, 917-924 ; V. JOG et A. TULPULE, « Contrôle et rendement : données tirées du TSE 300 », dans R.J. DANIELS et R. MORCK (dir.), *op. cit.*, note 4, p. 123 ; J.G. MACINTOSH et L.P. SCHWARTZ, « Les investisseurs institutionnels et les actionnaires dominants contribuent-ils à faire augmenter la valeur de l'entreprise », dans R.J. DANIELS et R. MORCK (dir.), *op. cit.*, note 4, p. 357.

151. R.J. DANIELS et J.G. MACINTOSH, *loc. cit.*, note 5, 884, 885 ; J.G. MACINTOSH et L.P. SCHWARTZ, *loc. cit.*, note 150 ; R. YALDEN, « Concentrated Control, Institutional Investors and Shareholder Responsibilities », (1995) 26 *Can. Bus. L.J.* 86.

2.3.1.1 Les opérations de privatisation

Les opérations de privatisation sont effectuées par les compagnies ayant procédé à une émission publique d'actions, dans le but de retourner au statut de compagnie fermée¹⁵². L'opération de privatisation peut s'effectuer de diverses façons. Parmi celles-ci, signalons tout d'abord le mécanisme d'acquisition forcée édicté par les lois provinciale et fédérale sur les compagnies¹⁵³. Ce mécanisme prévoit que, à la suite d'une offre publique d'achat (OPA) acceptée par les détenteurs d'au moins 90 p. 100 des actions de la catégorie visée, l'initiateur peut exiger que les actionnaires dissidents lui vendent leurs actions aux conditions de l'OPA. S'ils sont insatisfaits des conditions, les actionnaires dissidents des compagnies fédérales peuvent toutefois s'adresser au tribunal afin que celui-ci fixe la juste valeur des titres visés¹⁵⁴.

L'opération de privatisation peut également être effectuée par voie d'amalgame. Une technique parmi d'autres utilisée pour réaliser l'amalgame consiste à fusionner la compagnie visée avec une autre compagnie dont l'actionnaire principal détient le contrôle¹⁵⁵. Dans le cadre de cette opération, ce dernier reçoit des actions ordinaires de la compagnie issue de la fusion, alors que les actionnaires minoritaires reçoivent des actions privilégiées « rachetables » de la compagnie, qui sont immédiatement rachetées aux conditions fixées par la compagnie¹⁵⁶. L'opération d'amalgame doit toutefois être approuvée par les deux tiers des actionnaires de chacune des compagnies réunis en assemblée générale¹⁵⁷.

Effectuées sur l'initiative des actionnaires principaux, les opérations de privatisation comportent un caractère coercitif inhérent pour les actionnaires minoritaires. En effet, au moment de la réalisation des opérations, la valeur à laquelle sont rachetés les titres des actionnaires minoritaires est

152. G.C. GLOVER et A.M. SCHWARTZ, « Going Private in Canada », (1978-79) 3 *C.B.L.J.* 3, 26-28; J. KERBEL, « Going Private Techniques », dans L. SARNA, *Corporate Structure, Finance and Operations*, t. 6, Toronto, Carswell, 1990, pp. 234-236; E.G. KROFT, « Further Reflections on « Going Private » — Toward a Rational Scheme of Regulating Minority Squeeze-Out Transactions », dans L. SARNA, *Corporate Structure, Finance and Operations*, t. 2, Toronto, Carswell, 1982, pp. 88-91, 93-95.

153. L.C.Q., art. 51; L.C.S.A., art. 206.

154. L.C.S.A., art. 206 (9). Ce recours n'existe pas pour les actionnaires des compagnies constituées en vertu de la L.C.Q.

155. J. KERBEL, *loc. cit.*, note 152, 239-240. Cette technique était utilisée dans l'affaire *Alexander c. Westeel-Rosco Ltd.*, (1979) 93 D.L.R. (3d) 117 (Ont. H.C.).

156. J. KERBEL, *loc. cit.*, note 152, 239, 240.

157. L.C.S.A., art. 183 (5); L.C.Q., art. 123.126. Les actionnaires dissidents des compagnies fédérales peuvent se prévaloir du recours en dissidence prévu par l'article 190 L.C.S.A.

fixée par l'actionnaire principal¹⁵⁸. En outre, ceux-ci sont contraints, en raison de la règle de la majorité, d'accepter les modalités de l'opération par laquelle ils sont évincés de la compagnie¹⁵⁹. Pour cette raison, les opérations de privatisation présentent des risques d'abus par les actionnaires principaux à l'égard des actionnaires minoritaires. Les abus se concrétiseront lorsque les actionnaires minoritaires seront évincés sans obtenir une contrepartie juste et équitable en retour de leurs actions¹⁶⁰.

2.3.1.2 Les transactions entre parties reliées

En second lieu, des abus peuvent découler de transactions entre « parties reliées », c'est-à-dire entre parties ne traitant pas à distance¹⁶¹. Des parties à une transaction sont considérées comme « reliées » lorsque l'une d'entre elles est susceptible d'exercer, seule ou avec d'autres, une influence importante sur l'autre. La situation est particulièrement fréquente au Canada, compte tenu de l'interconnexion des entreprises que nous avons soulignée précédemment. La croissance des partenariats et des alliances commerciales stratégiques, qui instaurent des liens entre entreprises autrement indépendantes, est également susceptible de donner lieu à de telles transactions¹⁶².

Lorsque des parties ne traitent pas à distance, il est possible que le prix des transactions ne reflète pas leur juste valeur¹⁶³. En effet, en raison de l'influence que l'une des parties peut avoir sur l'autre, le prix d'une transaction peut ne pas être celui qui serait obtenu sur un marché ouvert et concurrentiel, dans des conditions normales de vente entre un vendeur et un acheteur agissant librement avec prudence et en connaissance de cause¹⁶⁴. Dans un tel cas, la transaction entraîne une perte pour la partie qui ne reçoit

158. S. HALPERIN, « La CVMO resserre la marge de manœuvre des initiés », *CA Magazine*, janvier 1992, p. 38.

159. E.G. KROFT, *loc. cit.*, note 152, 106-109. Sur la règle de la majorité, voir M. MARTEL et P. MARTEL, *op. cit.*, note 98, pp. 751-760.

160. P. ANISMAN, « The Commission as Protector of Minority Shareholders », dans LAW SOCIETY OF UPPER CANADA, *Special Lectures 1989: Securities Law in the Modern Financial Marketplace*, Markham, De Boo, p. 468.

161. R.J. WRIGHT, « Remarks to The Canadian Institute of Chartered Business Valuators », (1992) 15 *OSCB* 5611.

162. É. DUBREUIL, « L'évolution des responsabilités du conseil d'administration quant aux devoirs fiduciaires et les mesures nouvelles visant à neutraliser les intérêts conflictuels dans le processus de prise de décision », dans SERVICE DE LA FORMATION PERMANENTE, BARREAU DU QUÉBEC, *op. cit.*, note 19, p. 54.

163. *Id.*, 49.

164. F.M. SHCHLESINGER, « Some Aspects of Arm's Length, Intercorporate Relationships and Corporate Control in Canadian Taxation and Bankruptcy Law », (1972) 15 *C.B.R.* 105, 107.

pas une contrepartie équivalente à la juste valeur du bien qui fait l'objet de la transaction.

Concrètement, dans le contexte des compagnies contrôlées par un actionnaire principal, les transactions entre parties reliées présentent des risques d'abus pour les actionnaires minoritaires en raison de l'utilisation abusive de l'actif des compagnies qui peut en découler. Par exemple, un actionnaire principal peut vendre certains éléments d'actif d'une compagnie à une autre compagnie qu'il contrôle, pour une contrepartie ne reflétant pas leur juste valeur, dans le but d'avantager cette autre compagnie. Une telle transaction aura pour effet de diminuer l'actif de la compagnie vendeuse, ce qui touchera, de façon incidente, les intérêts des actionnaires minoritaires de cette dernière¹⁶⁵.

2.3.2 Les interventions des investisseurs institutionnels

Les transactions dont nous venons de traiter font l'objet d'une attention particulière de la part des investisseurs institutionnels, puisqu'elles présentent des risques importants et réels pour leurs investissements¹⁶⁶. Ces investisseurs utilisent généralement une approche extrajudiciaire pour empêcher ou prévenir les abus découlant de ces transactions.

Certains investisseurs institutionnels, tels la Caisse de dépôt et placement du Québec et OMERS, ont pris officiellement position contre la réalisation de ces opérations dans les règles qu'elles se sont données pour guider l'utilisation de leurs droits de vote¹⁶⁷. C'est toutefois par l'intermédiaire du mécanisme institué par les instructions générales *OSC 9.1*¹⁶⁸ et *Q-27*¹⁶⁹, adoptées respectivement par la CVMQ et la CVMQ, que la plupart des investisseurs institutionnels exercent leur influence. Ils utilisent ce mécanisme afin de s'assurer que les transactions s'effectuent de manière équitable et dans le respect de leurs intérêts. Mentionnons, à cet égard, que

165. R. CRÊTE, *loc. cit.*, note 114, 65.

166. K.E. MONTGOMERY, « Survey of Institutional Shareholders », *Corporate Governance Review*, vol. 4, n° 4, 1992, p. 5.

167. CAISSE DE DÉPÔT ET PLACEMENT DU QUÉBEC, *Régie d'entreprise*, Montréal, CPDQ, 1994, p. 8; ONTARIO MUNICIPAL EMPLOYEES RETIREMENT SYSTEM (OMERS), *Proxy Voting Guidelines*, 1993, par. C.2.

168. L'Instruction générale *OSC 9.1* est reproduite dans : CCH, *Canadian Securities Law Reporter*, North York, CCH Canadian Ltd., par. [471-901] (mis à jour) (ci-après citée : « *OSC 9.1* »).

169. L'Instruction générale *Q-27* est reproduite dans : M. THÉRIAULT et P. FORTIN, *op. cit.*, note 135 (ci-après citée : « *Q-27* »).

les investisseurs en question ont appuyé l'adoption de ces instructions générales par les commissions des valeurs mobilières¹⁷⁰.

Les instructions générales *OSC 9.1* et *Q-27* établissent un régime de protection particulier pour les actionnaires minoritaires à l'occasion d'opérations pouvant donner lieu à des conflits d'intérêts¹⁷¹. L'objectif principal de ce mécanisme est de prévenir les iniquités inhérentes aux opérations déclenchées par des actionnaires principaux ou d'autres initiés¹⁷² :

[...] they are an attempt to set rules so that shareholders are not left to their own devices under the corporations Acts to ferret out breaches of fiduciary duty and to seek uncertain, expensive and long delayed redress through judicial proceedings¹⁷³.

Au nombre des opérations auxquelles ces instructions générales s'appliquent, mentionnons l'offre publique d'achat ou d'échange lancée par un initié, les opérations de privatisation, de même que les transactions entre personnes reliées¹⁷⁴. En résumé, ces instructions générales protègent les actionnaires minoritaires de deux manières. Premièrement, elles imposent le respect d'une procédure particulière pour déterminer la valeur juste et équitable d'une transaction¹⁷⁵. Ainsi, les titres, les éléments d'actif ou les éléments de passif visés par la transaction doivent faire l'objet d'une évaluation indépendante. L'évaluateur devra être choisi par un comité spécial formé d'administrateurs indépendants¹⁷⁶. L'évaluation indépendante vise à fournir aux actionnaires l'information nécessaire afin qu'ils puissent apprécier la transaction projetée, eu égard à leurs intérêts. Deuxièmement, ces instructions prévoient que la transaction proposée doit être approuvée par

170. P.A. KOVAL, *loc. cit.*, note 102, 51. Voir par exemple E.J. WAITZER, « Re Draft Ontario Securities Commission Policy Statement 9.1 », *Corporate Governance Review*, vol. 2, n° 6, 1990, p. 1.

171. P. ANISMAN, *loc. cit.*, note 160, 467-473 ; S. HALPERIN, *loc. cit.*, note 158, 38-39 ; J.G. MACINTOSH, « Corporations », dans LAW SOCIETY OF UPPER CANADA, *Special Lectures 1990: Fiduciary Duties*, Toronto, De Boo, 1991, pp. 247-255.

172. *In Re Torstar Corporation and Southam Inc.*, (1986) 9 OSCB 3088, 3096, 3113-3114. Dans cette affaire, il s'agissait de l'article 19.06 des règlements de la Bourse de Toronto, qui édicte un mécanisme similaire à celui de ces instructions générales. P. ANISMAN, *loc. cit.*, note 160, 468 ; S. HALPERIN, *loc. cit.*, note 158, 38-39 ; R.J. WRIGHT, « Bay Street Will Set Own Examples of Industry Fairness and Honesty », *The Globe and Mail*, 18 novembre 1989, p. B-2.

173. *In Re Torstar Corporation and Southam Inc.*, précitée, note 172, 3112. La CVMO commente ici le règlement 19.06 de la Bourse de Toronto dont les exigences sont similaires.

174. *OSC 9.1*, précitée, note 168, section I ; *Q-27*, précitée, note 169, section I.

175. *OSC 9.1*, précitée, note 168, section VI ; *Q-27*, précitée, note 169, section III.

176. *Ibid.* Les instructions générales précisent quels sont les critères relatifs à cette indépendance. Voir S. HALPERIN, *loc. cit.*, note 158, 42.

la majorité des actionnaires minoritaires de chaque catégorie de titres touchée par la transaction¹⁷⁷. Une telle exigence attribue un pouvoir considérable aux actionnaires minoritaires, en ce qu'elle leur confère un véritable droit de veto aux opérations de privatisation, de même qu'à certaines transactions entre personnes reliées¹⁷⁸. La contestation d'une transaction inéquitable présente ainsi des garanties de succès supérieures à celles d'un recours judiciaire¹⁷⁹. En effet, la réussite d'une telle contestation, dans le cadre de ce mécanisme, découle de la décision des actionnaires minoritaires d'empêcher la réalisation de la transaction projetée, parce qu'ils la considèrent comme inéquitable.

Comme nous l'avons mentionné, la CVMO et la CVMQ disposent de vastes pouvoirs discrétionnaires pour sanctionner le défaut des compagnies de se conformer aux règles prévues par ces instructions générales. Elles peuvent, par exemple, rendre une ordonnance de blocage interdisant toute activité en vue d'effectuer une opération sur les titres de cette compagnie. Ces pouvoirs leur permettent d'empêcher la réalisation de transactions qui dérogent aux règles prévues dans ces instructions générales.

Ce mécanisme présente certains avantages pour les investisseurs institutionnels. Tout d'abord, il est essentiellement préventif. Cela fait en sorte que les investisseurs ne sont pas perçus par les compagnies comme des adversaires s'opposant à la réalisation de leurs transactions commerciales, mais plutôt comme des partenaires dont il est nécessaire d'obtenir l'appui. Cette perception répond aux désirs des investisseurs institutionnels qui ne souhaitent pas que leurs interventions soient considérées comme une attaque contre ces compagnies, avec lesquelles ils entretiennent également d'étroites relations d'affaires¹⁸⁰. De plus, ce mécanisme constitue un moyen efficace et relativement peu exigeant pour les investisseurs institutionnels d'assurer la protection de leurs intérêts. Il leur donne la possibilité, en tant qu'actionnaires minoritaires, d'empêcher la réalisation d'opérations qu'ils jugent inéquitables, en exerçant simplement leur droit de vote¹⁸¹. Comme le soulignent des auteurs, « minority shareholder approval requirements

177. *OSC 9.1*, précitée, note 168, section VIII ; *Q-27*, précitée, note 169, section IV. Mentionnons toutefois que cette approbation n'est pas requise dans une opération de privatisation où un actionnaire détient plus de 90 p. 100 des titres de l'émetteur et où un recours en dissidence est disponible pour les actionnaires minoritaires.

178. V. LOUNGNARATH, « Le droit applicable à l'offre publique d'achat au Québec : une entreprise de synthèse », (1994) 35 *C. de D.* 199.

179. *In Re Torstar Corporation and Southam Inc*, précitée, note 172, 3112-3115.

180. P.A. KOVAL, *loc. cit.*, note 102, 50-51 ; R.J. DANIELS et E.J. WAITZER, *loc. cit.*, note 4, 36 ; E.J. WAITZER, « Are Institutional Shareholders Really Impacting Corporate Governance ? », *Canadian Investment Review*, vol. 4, n° 4, 1991, pp. 10-11.

181. R.J. DANIELS et E.J. WAITZER, *loc. cit.*, note 4, 35.

translate directly into the requirement for institutional consent¹⁸² ». En outre, leurs interventions sont moins coûteuses que l'institution de recours judiciaires dont la durée et l'issue demeurent toujours aléatoires¹⁸³.

Mentionnons toutefois que la réussite de l'opposition des investisseurs institutionnels à de telles opérations requiert un certain degré de coordination entre ces derniers¹⁸⁴. En effet, il est plutôt rare qu'un investisseur institutionnel détienne une participation suffisante dans une compagnie pour empêcher à lui seul la réalisation d'une transaction inéquitable. Aussi, les investisseurs institutionnels doivent, la plupart du temps, former une coalition afin de réunir suffisamment de votes pour réussir leur opposition¹⁸⁵. Le nombre d'investisseurs nécessaire à la formation d'une coalition demeure réduit en raison de l'importance de leur participation dans les titres des compagnies. Malgré les difficultés de l'action collective, les investisseurs institutionnels réussissent à empêcher la réalisation de transactions abusives grâce au mécanisme des instructions générales Q-27 et OSC 9.1¹⁸⁶. Quelques exemples permettent d'illustrer le rôle que jouent lesdits investisseurs dans le cadre de ce mécanisme.

Premièrement, nous pouvons citer la tentative de Maple Leaf Foods (MLF) de procéder à une fusion avec une de ses filiales, Corporate Foods Ltd. (CFL)¹⁸⁷. Dans cette affaire, MLF désirait acquérir le bloc d'actions que possédaient les actionnaires minoritaires de CFL afin de réaliser cette opération. Dans le cadre de la transaction projetée, les actionnaires minoritaires recevaient, au départ, 19,70 \$ pour chacune de leurs actions. Parmi ces actionnaires, plusieurs investisseurs institutionnels considéraient cependant l'offre comme insuffisante et évaluaient la valeur de leurs actions à environ

182. J.S.T. FARR et G. MYERS, « Institutions v. Corporations: Uneasy Bedfellows », dans THE CANADIAN INSTITUTE, *The Corporation and the Institutional Investor*, Toronto, Canadian Institute, 1989, p. B-20.

183. Par exemple, OMERS a intenté un recours pour oppression contre Xerox en 1991 qui n'a toujours pas été présenté devant la Cour: *Xerox Canada Inc. c. Ontario Municipal Retirement System*, précitée, note 124. Voir R.J. DANIELS et E.J. WAITZER, *loc. cit.*, note 4, 32-33.

184. J.G. MACINTOSH, *loc. cit.*, note 108, 384.

185. *Ibid.*

186. R.R. SORELL et M. SIMMS, « Harder Than it Looks: Elimination of Minority Shareholders from Public Companies », dans INSIGHT INFORMATION INC., *Acquisitions and Hostile Takeovers*, Toronto, Insight Press, 1995, p. 347.

187. O. BERTIN, « Minority Shareholders Triumph: Maple Leaf Foods Loses Close Vote in Bid for Corporate Foods », *The Globe and Mail*, 19 août 1992, p. B-9; E. HEINRICH, « Minority Interests Flex Their Muscles », *The Financial Post*, 29/31 août 1992, p. 9; D. SLOCUM, « Fair Price a Matter of Opinion », *The Globe and Mail*, 25 janvier 1993, p. B-5.

25 \$¹⁸⁸. Afin de satisfaire ces actionnaires, dont la presse rapporta le mécontentement, MLF majora son offre à 19,90 \$ par action¹⁸⁹. Par la suite, CFL soumit cette transaction à l'approbation des actionnaires minoritaires qui la rejetèrent néanmoins par une faible majorité de 51,8 p. 100.

La compagnie Goodyear Tire and Rubber Co. (GTR), actionnaire majoritaire de Goodyear Canada Inc. (GC), subit une opposition similaire lorsqu'elle tenta, en 1992, d'acheter les actions que possédaient les actionnaires minoritaires de cette dernière, pour procéder à un amalgame¹⁹⁰. GTR offrit, au départ, 48 \$ pour chacune de ces actions. À la grande surprise de GTR, l'offre fut toutefois rejetée massivement par les actionnaires minoritaires à l'assemblée des actionnaires, qui estimaient que le prix offert pour leurs actions était trop bas¹⁹¹. Selon un gestionnaire de portefeuilles, « Goodyear made the incorrect assumption that the minority stake it wanted to scoop up was in the hands of individuals in no position to bargain¹⁹² ». Or, la moitié des actions convoitées par GTR appartenait à des investisseurs institutionnels déterminés à obtenir de GTR la juste valeur de leurs actions¹⁹³. Devant cette opposition, GTR fit une nouvelle offre, en 1993, à 65 \$ par action, laquelle fut alors acceptée par la majorité des actionnaires minoritaires de GC¹⁹⁴.

En raison du pouvoir que ce mécanisme confère aux investisseurs institutionnels, ces derniers sont désormais officieusement consultés par les compagnies au sujet de l'équité des transactions projetées¹⁹⁵. En effectuant une consultation, les dirigeants s'assurent, à l'avance, de l'appui de leurs actionnaires minoritaires les plus importants. Les investisseurs institutionnels, pour leur part, accentuent ainsi leur présence au sein des compagnies. Dans le passage suivant, Koval nous donne un aperçu de l'influence qu'exercent les investisseurs institutionnels dans ce contexte :

Institutional investors have also been very active in negotiating changes to transactions which they perceived to be economically unfair or somehow otherwise

188. O. BERTIN, *loc. cit.*, note 187, p. B-9.

189. « Maple Leaf Sweetens Bid for Corporate », *The Globe and Mail*, 16 juin 1992, p. B-11.

190. R. MACKENZIE, « Goodyear Shareholders Reject Offer », *The Financial Post*, 24 juin 1992, p. 13 ; D. SLOCUM, « Goodyear Buyout Bid Faces Rejection », *The Globe and Mail*, 23 juin 1992, p. B-11 ; D. SLOCUM, « Goodyear Buyout Offer Rejected », *The Globe and Mail*, 24 juin 1992, p. B-9.

191. *Ibid.*

192. E. HEINRICH, *loc. cit.*, note 187, 9.

193. *Ibid.*

194. D. SLOCUM, « Goodyear Shareholders Accept 65 \$ Buyout Offer », *The Globe and Mail*, 22 avril 1993, p. B-16.

195. P.A. KOVAL, *loc. cit.*, note 102, 45-46 ; R.J. DANIELS et E.J. WAITZER, *loc. cit.*, note 4, 35-36.

abusive to shareholders. This has been particularly true in Canada in the case of corporate restructurings involving major shareholders or related parties and restructurings by financially troubled companies. There, the negotiations have involved management as well as the independent committees of directors constituted to review the transactions. To cite only one example out of many, in the case of a recently completed restructuring of a financially troubled Canadian company in which a specified amount of debt securities were to be distributed to the former holders of several classes of debt, preference shares and common shares, institutional shareholders were successful in causing the allocation formula to be changed¹⁹⁶.

L'influence que possèdent les investisseurs institutionnels grâce à ce mécanisme est telle que certains considèrent qu'elle devrait entraîner une réduction des opérations abusives de la part des actionnaires principaux¹⁹⁷.

2.3.3 Sommaire

Dans ce qui précède, nous avons vu que les investisseurs institutionnels s'intéressent à la prévention des abus à l'égard des actionnaires minoritaires. Les risques d'abus sont particulièrement élevés au Canada en raison du grand nombre de compagnies possédant un actionnaire principal. Celui-ci peut utiliser sa position dominante au sein de la compagnie afin de favoriser ses intérêts au détriment de ceux des actionnaires minoritaires. Dans ce contexte, les interventions des investisseurs institutionnels s'effectuent généralement par l'entremise des mécanismes institués par les commissions des valeurs mobilières pour assurer l'équité des transactions engagées par les actionnaires principaux à l'égard des actionnaires minoritaires. Ces mécanismes confèrent un véritable droit de veto aux investisseurs institutionnels quant aux transactions pouvant donner lieu à des conflits d'intérêts. Pour cette raison, ils sont désormais consultés à l'avance par les compagnies désirant réaliser de telles transactions, tout en ayant l'appui des actionnaires minoritaires les plus importants. Les investisseurs institutionnels sont ainsi en mesure d'exiger la modification des modalités des transactions qu'ils estiment inéquitables.

196. P.A. KOVAL, *loc. cit.*, note 102, 45. Voir aussi J.G. MACINTOSH, *loc. cit.*, note 108, 383.

197. R.J. DANIELS et J.G. MACINTOSH, *loc. cit.*, note 5, 879. Le litige entourant la privatisation de Ford Canada, initiée par Ford U.S. qui détient 94 p. 100 des actions de sa filiale, illustre cependant que le pouvoir des investisseurs institutionnels est tributaire de la taille de leur investissement. Dans cette affaire, les actionnaires minoritaires ont dû recourir aux tribunaux pour contester la valeur des actions « expropriées » fixée par Ford U.S. I. JACK, « Ford Proposes Buyout of Canadian Shareholders », *Quicklaw — BIW*, 26 avril 1995; CANADIAN PRESS, « Ford Canada Hopes Parent will Buy it out », *Quicklaw*, 21 juillet 1995; I. JACK, « Ford of Canada Shareholders Have Little Choice in Buyout », *Quicklaw — BIW*, 10 septembre 1995.

2.4 Les régimes de droits de souscription élaborés dans le contexte des offres publiques d'achat

Durant la dernière décennie, l'activité économique nord-américaine a été marquée par une importante vague de fusions et d'acquisitions¹⁹⁸. Ainsi, de 1982 à 1989, le nombre de fusions et d'acquisitions au Canada est passé de 576 à 1 091¹⁹⁹. Après une brève diminution au début des années 90, en raison notamment de la récession, le nombre de transactions connaît une nouvelle croissance, s'élevant à plus de 1 000 en 1994²⁰⁰.

La plupart des fusions et des acquisitions sont réalisées par l'entremise d'offres publiques d'achat (OPA)²⁰¹. Dans le cadre d'une OPA, l'initiateur de l'offre propose aux actionnaires de la compagnie ciblée de lui céder leurs actions pour une valeur supérieure à celle du marché²⁰². Habituellement, l'initiateur recherchera la détention du contrôle de plus de 50 p. 100 des actions avec droit de vote de la compagnie, ce qui lui assurera la mainmise sur le pouvoir de nomination des administrateurs de la compagnie. S'ils jugent l'offre raisonnable, les actionnaires peuvent déposer leurs titres en tout temps avant l'expiration de l'offre qui leur est directement adressée. Le cas échéant, ils pourront réaliser des gains substantiels, représentés par la prime que l'acquéreur est prêt à offrir sur la valeur des actions fixée par le marché.

En réaction aux OPA, un nombre important de compagnies ont élaboré des mesures défensives destinées à prévenir ou à contrer les prises de contrôle²⁰³. Au Canada, l'utilisation de telles mesures est moins importante qu'aux États-Unis, en raison de la structure de l'actionnariat des compagnies canadiennes. En effet, la concentration de l'actionnariat réduit les risques d'offres inamicales, puisqu'un acquéreur doit s'entendre avec les principaux actionnaires d'une compagnie pour soumettre une offre

198. R.S. KHEMANI, « Les fusions et acquisitions au Canada et dans certains pays étrangers : tendances récentes », dans L. WAVERMAN (dir.), *La mondialisation des sociétés par le jeu des fusions et acquisitions*, Calgary, The University of Calgary Press, 1991, pp. 1 et suiv.

199. *Id.*, 5.

200. P. BROWN, « M & A Activity Approaching 1980's Levels », *Mergers and Acquisitions in Canada*, vol. 6, n° 6, 1994, p. 1 ; K. MOORE, « The State of the M & A Market », dans INSIGHT INFORMATION INC., *op. cit.*, note 186, p. 17 ; K. NOBLES et A. WILLIS, « The Deals and the Deal-Makers », *The Globe and Mail*, 5 février 1996, p. B-1.

201. R. CRÊTE, *op. cit.*, note 20, p. 1.

202. Voir en général : V. LOUNGNARATH, *loc. cit.*, note 178, 203.

203. R. CRÊTE, *op. cit.*, note 20, p. 1 ; P. HALPERN, « Poison Pills: Whose Interests Do They Serve », *Canadian Investment Review*, vol. 3, n° 3, 1990, p. 57 ; R.J. DANIELS et J.G. MACINTOSH, *loc. cit.*, note 5, 912.

susceptible d'être acceptée²⁰⁴. Un nombre considérable de fusions et d'acquisitions au Canada sont donc réalisées par la voie de la négociation, ce qui rend inutile l'élaboration de mesures défensives²⁰⁵. Le phénomène des prises de contrôle hostiles existe néanmoins au Canada²⁰⁶. Il concerne plus particulièrement les compagnies possédant un actionariat dispersé.

Les mesures défensives ont fait l'objet d'une attention particulière de la part des investisseurs institutionnels. Parmi les mesures défensives, c'est toutefois le régime de droits de souscription, communément appelé « pilule empoisonnée », qui a suscité les interventions les plus importantes de la part de ces investisseurs en raison de son caractère draconien et du pouvoir qu'il confère aux dirigeants.

2.4.1 Les régimes de droits de souscription

2.4.1.1 Description

Le régime de droits de souscription constitue « l'arme la plus moderne et la plus populaire de l'arsenal des mesures défensives²⁰⁷ ». Au Canada, la plupart des grandes compagnies publiques dont l'actionariat est dispersé ont implanté cette mesure défensive²⁰⁸.

En résumé, la pilule empoisonnée a pour effet de créer un droit de souscription pour chaque action ordinaire, qui pourra être exercé dès qu'un actionnaire acquiert plus d'un certain pourcentage des actions de la compagnie comportant droit de vote ou dès l'annonce d'une OPA²⁰⁹. Le cas échéant, la clause dite *flip-in* du régime est déclenchée. Elle permet aux détenteurs des droits de souscription, à l'exclusion de l'acquéreur et de ses alliés, d'acheter un certain nombre d'actions de la compagnie à moitié prix. Cela a pour effet de diluer l'avoir de l'acquéreur et de rendre toute prise de contrôle impossible sans le consentement des dirigeants. Généralement, le régime prévoit toutefois que l'acquéreur peut procéder à son offre d'achat si

204. C.G. RIOUX, « Description et légalité de certaines mesures défensives au Canada », dans R. CRÊTE, *op. cit.*, note 20, p. 16.

205. *Ibid.*

206. M. PATRY et M. POITEVIN, « Les prises de contrôle hostiles : l'expérience canadienne », dans L. WAVERMAN, *op. cit.*, note 198, pp. 151 et suiv.

207. C.G. RIOUX, *loc. cit.*, note 204, 24.

208. *Id.*, 31-33. Plus de 60 compagnies possèdent actuellement une pilule empoisonnée : L. KESSLER et A. DAWOOD, « Poison Pills : How Toxic Are They ? », *Business Quarterly*, vol. 59, n° 3, 1995, p. 46.

209. Sur cette mesure défensive : G. COLEMAN, « Poison Pills in Canada », (1989) 15 *Can Bus. L.J.* 1 ; J.G. MACINTOSH, « The Poison Pill ; A Noxious Nostrum for Canadian Shareholders », (1989) 15 *Can. Bus. L.J.* 276 ; C.G. RIOUX, *loc. cit.*, note 204, 24-53.

celle-ci satisfait aux critères de l'« offre autorisée » établis par les dirigeants²¹⁰. Le cas échéant, le régime ne libérera pas les droits de souscription et l'offre suivra son cours normal. En outre, les dirigeants détiennent habituellement la discrétion d'accepter toute offre qu'ils jugent appropriée, en dispensant l'initiateur de l'application d'une partie ou de la totalité de la pilule empoisonnée. L'effet principal de cette mesure défensive est donc de conférer aux administrateurs le pouvoir de déterminer si l'offre faite est acceptable ou non²¹¹.

La pilule empoisonnée permet à la direction de la compagnie visée de gagner du temps pour examiner l'offre de l'acquéreur afin de prendre les mesures qui s'imposent et de faire les recommandations qu'elle juge nécessaires. Dans cette perspective, elle vise à prévenir les prises de contrôle rapides par lesquelles le premier venu peut prendre en main les destinées de la compagnie. Le temps que permet de gagner la mesure défensive peut être utilisé afin de négocier un meilleur prix avec l'initiateur ou d'intéresser d'autres acquéreurs. En raison de son efficacité, cette mesure défensive peut également être utilisée pour rendre toute prise de contrôle presque impossible sans le consentement des dirigeants et viser ainsi à décourager toute OPA.

2.4.1.2 Critique

Les critiques formulées à l'égard des pilules empoisonnées s'articulent essentiellement autour de deux motifs. Le premier est fondé sur le rôle économique que jouent les OPA et sur les conséquences d'une diminution des prises de contrôle sur le rendement des compagnies. Selon plusieurs, les fusions et les acquisitions agissent « comme catalyseurs de synergies pour assurer une meilleure affectation des ressources économiques²¹² ». Ces opérations contribuent ainsi à favoriser une utilisation optimale des ressources des entreprises en les retirant à des utilisations de moindre intérêt pour les affecter à des utilisations supérieures. L'instauration d'une pilule empoisonnée, en diminuant les possibilités d'OPA, est donc susceptible de

210. C.G. RIOUX, *loc. cit.*, note 204, 30.

211. J.A. GELLER, « Shareholder Rights Plans », (1994) 17 *OSCB* 5759; C.G. RIOUX, *loc. cit.*, note 204, 30.

212. 2425-4526 *Québec Inc., Caisse de dépôt et placement du Québec, Société québécoise d'initiatives pétrolières et Noverco Inc.*, (1990) XXI *B.C.V.M.Q.* n° 2, pp. 6-7; P. CHARLETY, « Les développements récents de la littérature », *Revue d'économie financière*, vol. 31, 1994, pp. 36-38. R.J. GILSON et R. KRAAKMAN, « Reinventing the Outside Director: An Agenda for Institutional Investors », (1991) 43 *Stan. L. Rev.* 863, 869-871; M.C. JENSEN, « The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems », *Journal of Finance*, vol. XLVIII, 1993, pp. 850-852.

nuire au fonctionnement de ce mécanisme qui favorise une allocation optimale des ressources²¹³.

En outre, le marché des fusions et des acquisitions influe sur le comportement des dirigeants en jouant un rôle disciplinaire²¹⁴. Les dirigeants qui désirent éviter que leur compagnie ne soit l'objet d'une OPA doivent maximiser le rendement de cette dernière en la gérant de manière optimale. À ce sujet, mentionnons que les compagnies qui constituent des cibles pour une prise de contrôle sont généralement des compagnies dont les ressources ne sont pas utilisées de manière efficiente²¹⁵. Aussi, les dirigeants qui mettent en place une pilule empoisonnée se soustraient à cette pression du marché, ce qui peut avoir des conséquences négatives sur leur gestion et sur le rendement de la compagnie. En ce sens, l'adoption d'une pilule empoisonnée est perçue comme servant les intérêts des dirigeants, au détriment du rendement de la compagnie, en les protégeant contre une éventuelle OPA, à la suite de laquelle ils pourraient être déplacés de leurs fonctions par l'acquéreur²¹⁶.

En second lieu, cette mesure défensive prive les actionnaires d'un de leurs droits fondamentaux, à savoir celui de disposer librement de leurs actions²¹⁷. En effet, seules les offres qui auront été jugées raisonnables par le conseil d'administration sont soumises aux actionnaires. Ces derniers ne peuvent donc déposer leurs titres que pour les offres choisies par les administrateurs²¹⁸. Ainsi, les actionnaires peuvent être privés d'une offre qui, de leur point de vue, est avantageuse. La question se révèle particulièrement préoccupante en raison de la situation de conflit d'intérêts dans laquelle se trouvent les dirigeants au moment d'une OPA²¹⁹. Rappelons qu'une prise de contrôle est susceptible d'entraîner des changements dans la direction de la

213. L'*Instruction générale C-38*, art. 1, est reproduite dans : M. THÉRIAULT et P. FORTIN, *op. cit.*, note 135, p. D-123 (ci-après citée : « *Instruction générale C-38* ») ; J.G. HOWARD, « Takeover Defences : A Reappraisal », (1990) 24 *U.B.C. L. Rev.* 53, 57-59.

214. 2425-4526 *Québec Inc., Caisse de dépôt et placement du Québec, Société québécoise d'initiatives pétrolières et Noverco Inc.*, précitée, note 212, 7 ; *Instruction générale C-38*, précitée, note 213, art. 1 ; S.M. BECK et R. WILDEBOER, « National Policy 38 as a Regulator of Defensive Tactics », dans MEREDITH MEMORIAL LECTURES, *Acquisitions and Take-Overs*, Montréal, Éditions Yvon Blais, 1987, pp. 122-123.

215. C.G. RIOUX, *loc. cit.*, note 204, 19.

216. J.G. MACINTOSH, *loc. cit.*, note 209, 298-299.

217. *In Re Canadian Jorex Ltd. and Mannville Oil & Gas Ltd.*, (1992) 15 *OSCB* 257, 266 ; F. IACOBUCCI, « Planning and Implementing Defences to Take-Over Bids : The Directors' Role », (1980-81) 5 *Can. Bus. L.J.* 131, 165 ; S.M. BECK et R. WILDEBOER, *loc. cit.*, note 214, 125-130.

218. *In Re Lac Minerals Ltd. and Royal Oak Mines Inc.*, (1994) 17 *OSCB* 4963, 4969-4970.

219. *Instruction générale C-38*, précitée, note 213, art. 1 ; J.G. MACINTOSH, *loc. cit.*, note 209, 306.

compagnie visée. Aussi, les dirigeants peuvent être tentés de favoriser leurs intérêts personnels aux dépens des intérêts de l'ensemble des actionnaires ou de la compagnie²²⁰. Par exemple, les dirigeants peuvent protéger leur emploi en refusant toute offre, même celle qui, si elle était acceptée, maximiserait la valeur de l'avoir des actionnaires. Cette mesure défensive risque donc d'empêcher les actionnaires de prendre une décision informée et de considérer une offre éventuelle qui pourrait leur être profitable.

2.4.2 L'opposition des investisseurs institutionnels à l'égard des régimes de droits de souscription

La Caisse de dépôt et placement du Québec et les principales caisses de retraite canadiennes ont pris position, dans les règles qu'elles se sont données pour régir l'utilisation de leurs actions avec droit de vote contre l'adoption de pilules empoisonnées par les compagnies dont elles sont actionnaires²²¹. Les autres investisseurs institutionnels n'ont pas exprimé officiellement leur position à l'égard de ces mesures. Plusieurs d'entre eux se sont néanmoins joints aux caisses de retraite et à la Caisse de dépôt pour manifester concrètement leur opposition aux pilules empoisonnées. Ensemble, ces investisseurs institutionnels sont intervenus afin d'empêcher l'adoption des régimes de droits de souscription. Certains investisseurs requièrent également maintenant que les dirigeants ayant réussi à implanter ces mesures défensives y mettent un terme.

Dans ce qui suit, nous présenterons certaines manifestations de l'opposition des investisseurs institutionnels aux pilules empoisonnées. Nous décrirons également le cadre réglementaire dans lequel leurs interventions s'effectuent.

220. C.G. RIOUX, *loc. cit.*, note 204, 20-21. Voir *347883 Alberta Ltd. c. Producers Pipeline Inc.*, (1991) 80 D.L.R. (4th) 359, 397 (Alta. C.A.).

221. R.J. GILSON et R. KRAAKMAN, *loc. cit.*, note 212, 868-871 ; J.G. MACINTOSH, *loc. cit.*, note 209, 380-381. OMERS, *op. cit.*, note 167, par. C.1 ; PENSION INVESTMENT ASSOCIATION OF CANADA (PIAC), *Normes en matière de régie d'entreprise*, Toronto, 1993, par. C ; CAISSE DE DÉPÔT ET PLACEMENT DU QUÉBEC, *op. cit.*, note 167, p. 8 ; ONTARIO TEACHERS' PENSION PLAN BOARD, *Statement of Guidelines and Procedures on Proxy Voting*, Toronto, 1992, p. 23 (ci-après cité : « TEACHERS »). Mentionnons toutefois que seulement 17 p. 100 des investisseurs institutionnels n'investiront pas dans une compagnie étant déjà dotée d'une telle mesure défensive : K.E. MONTGOMERY, *loc. cit.*, note 166, 8.

2.4.2.1 Le cadre réglementaire

Les investisseurs institutionnels peuvent s'opposer aux régimes de droits de souscription en ayant recours aux règles du droit des compagnies ou à celles qui ont été établies par les commissions des valeurs mobilières.

Les règles du droit des compagnies

Sous l'angle du droit corporatif, le contentieux relatif à la légalité des régimes de souscription s'articule principalement autour de deux pôles.

Tout d'abord, la légalité de ces mesures défensives peut être contestée pour le motif qu'elles enfreignent le principe de l'égalité de traitement des actionnaires. Rappelons que ce principe exige que les actionnaires soient traités « sur le même pied, sans favoritisme ou discrimination²²² ». Plusieurs auteurs font remarquer, à juste titre, que la clause dite *flip-in* des régimes de droits de souscription crée une discrimination entre les actionnaires²²³. La clause *flip-in* a ainsi pour effet de faire varier les droits afférents aux actions en fonction de l'identité du détenteur de celles-ci.

La légalité de cette discrimination se révèle particulièrement douteuse depuis l'arrêt *Bowater Canadian Ltd. c. R.L. Crain Inc.*²²⁴. Dans cette affaire, R.L. Crain Inc. avait émis au profit de Craisec Ltd. des actions ordinaires spéciales comportant dix droits de vote. La compagnie avait procédé à cette émission afin de contrer une éventuelle prise de contrôle par Bowater Canadian Ltd. Les statuts de R.L. Crain Inc. prévoyaient, en outre, qu'un seul droit de vote se rattacherait à l'action ordinaire spéciale, si cette dernière cessait d'être détenue par la compagnie à laquelle elle avait été émise initialement, à savoir Craisec Ltd.

Dans sa décision, la Cour d'appel de l'Ontario confirma le jugement de première instance invalidant la restriction relative au transfert des actions. La Cour appuya sa décision sur le caractère discriminatoire de la restriction. Selon la Cour d'appel, l'égalité de traitement entraîne, en corollaire, le principe que les droits rattachés à une action sont liés à celle-ci et non à l'actionnaire²²⁵. R.L. Crain Inc. ne pouvait donc prévoir dans ses statuts que le droit de vote afférent aux actions ordinaires spéciales serait modifié en fonction du détenteur de celles-ci.

C'est donc dire que le principe de l'égalité de traitement interdit toute variation des droits, privilèges ou restrictions rattachés à une action en

222. M. MARTEL et P. MARTEL, *op. cit.*, note 98, p. 334.

223. G. COLEMAN, *loc. cit.*, note 209, 10-11 ; C.G. RIOUX, *loc. cit.*, note 204, 49-51.

224. *Bowater Canadian Ltd. c. R.L. Crain Inc.*, (1987) 62 O.R. (2d) 752 (C.A. Ont.).

225. Ce principe a été confirmé par la Cour suprême du Canada dans *R. c. McLurg*, [1990] 3 R.C.S. 1020, 1041 (J. Dickson).

fonction de l'identité du détenteur. Or, une des principales caractéristiques des pilules empoisonnées est leur clause *flip-in* qui engendre une telle variation. Aussi, la légalité de cette mesure défensive pourrait être contestée avec de bonnes chances de succès en raison de la discrimination causée par cette clause²²⁶.

En second lieu, la légalité des pilules empoisonnées peut être examinée en analysant la conformité de leur adoption ou de leur mise en œuvre par les administrateurs à la lumière des devoirs de ces derniers. Dans le cadre de cette analyse, la légalité de la mesure défensive sera susceptible de varier selon les circonstances et le comportement des administrateurs. Étant donné l'étendue de la question, nous nous contenterons d'en exposer ici uniquement les principaux jalons²²⁷.

Essentiellement, lorsque cette approche est utilisée, il est nécessaire de déterminer si l'adoption ou la mise en œuvre de la mesure défensive sont effectuées par les administrateurs conformément à leur devoir de loyauté à l'égard de la compagnie. Pour ce faire, la jurisprudence canadienne a eu, jusqu'à présent, majoritairement recours à la théorie de la finalité des pouvoirs²²⁸. Rappelons que, selon cette théorie, les pouvoirs attribués aux administrateurs se rattachent à des fins précises²²⁹. Ces pouvoirs ne peuvent être utilisés à d'autres fins sans que cela ne constitue un abus de droit. La légalité de l'exercice d'un pouvoir par un administrateur se mesure donc par le rapport entre l'exercice de ce pouvoir et la finalité qui le justifie. Dans cette perspective, l'analyse de l'adoption ou de la mise en œuvre d'une pilule empoisonnée se fait en deux étapes²³⁰. Premièrement, il s'agit de mettre en évidence la finalité du pouvoir en cause. Ensuite, il faut déterminer si le but principal poursuivi par l'exercice de ce pouvoir est conforme à sa finalité. Si le pouvoir est utilisé conformément à sa finalité, il est exercé légitimement, peu importe que d'autres motifs non conformes expliquent son utilisation.

226. G. COLEMAN, *loc. cit.*, note 209, 10; J.G. MACINTOSH, *loc. cit.*, note 209, 306, à la note 136.

227. Voir J. TURGEON, « Les mesures défensives du conseil d'administration face à une offre publique d'achat », dans R. CRÊTE (dir.), *op. cit.*, note 20, pp. 123 et suiv.; C.R. SPECTOR, « Takeovers and the Duties of the Board of Directors: Comparative Aspects of American and Canadian Standards », (1989) 20 *R.D.U.S.* 131; V. LOUNGNARATH, *loc. cit.*, note 178, 247-255.

228. En anglais, cette théorie s'appelle *proper purpose doctrine*. Voir V. LOUNGNARATH, *loc. cit.*, note 178, 247-248; G. COLEMAN, *loc. cit.*, note 209, 6-8. Pour des exemples: *Teck Corp. c. Millar*, (1972) 33 D.L.R. (3d) 288 (C.S.C.-B.); *Exco Corp. c. Nova Scotia Savings and Loans Co.*, (1987) 35 B.L.R. 149 (C.S.N.-É.). Voir aussi *Hogg c. Cramphorn Ltd.*, [1967] Ch. 264; *Howard Smith Ltd. c. Ampol Petroleum Ltd.*, [1974] A.C. 821.

229. J. TURGEON, *loc. cit.*, note 227, 152-154.

230. *Ibid.*

En terminant, mentionnons toutefois que si l'utilisation de la théorie de la finalité des pouvoirs a fait l'objet d'un consensus, son application a toutefois engendré « des résultats éparpillés et un assortiment bigarré de critères juridiques²³¹ ». Cette théorie fait donc parfois l'objet d'une interprétation stricte, parfois d'une interprétation plus libérale²³².

Dans une décision récente, la Cour d'appel de l'Alberta a ajouté un second volet à l'analyse de la légalité des pilules empoisonnées au regard du devoir de loyauté des administrateurs²³³. La Cour a complété cette analyse en exigeant que les administrateurs démontrent qu'ils avaient des motifs raisonnables de croire que l'offre constituait un danger et que la mesure défensive adoptée était raisonnable, compte tenu du danger réel²³⁴. La Cour a résumé ensuite ainsi ce nouveau test inspiré d'un principe jurisprudentiel élaboré aux États-Unis et désigné par l'expression *business judgement rule* :

In summary, when a corporation is faced with susceptibility to a take-over bid or an actual take-over bid, the directors must exercise their powers in accordance with their overriding duty to act *bona fide* and in the best interests of the corporation even though they may find themselves, through no fault of their own, in a conflict of interests situation. If, after investigation, they determine that action is necessary to advance the best interests of the company, they may act, but the onus will be on them to show that their acts were reasonable in relation to the threat posed and were directed to the benefit of the corporation and its shareholders as a whole, and not for an improper purpose such as entrenchment of the directors²³⁵.

La légalité de l'adoption ou de la mise en œuvre d'une pilule empoisonnée au regard des devoirs des administrateurs peut donc être appréciée à l'aide de ces critères. Dans ce contexte, elle sera susceptible de varier selon les circonstances de l'espèce.

Enfin, mentionnons que les actionnaires peuvent se prévaloir du recours pour oppression pour contester la légalité d'un régime de droits de souscription²³⁶. Pour ce faire, ils devront alors invoquer le caractère oppressif ou inéquitable de cette mesure défensive à leur égard²³⁷.

231. V. LOUNGNARATH, *loc. cit.*, note 178, 248.

232. *Id.*, 247-255.

233. *347883 Alberta Ltd. c. Producers Pipeline Inc.*, précitée, note 220. Voir R. YALDEN, « Controlling the Use and Abuse of Poison Pills in Canada: *347883 Alberta Ltd. c. Producers Pipeline Inc.* », (1992) 37 *McGill L.J.* 887.

234. *347883 Alberta Ltd. c. Producers Pipeline Inc.*, précitée, note 220, 397-408.

235. *Id.*, 402. Sur le *business judgement rule*, voir : J.H. FARRAR, « Business Judgement and Defensive Tactics in Hostile Takeover Bids », (1989) 15 *Can. Bus. L.J.* 15, 19-38.

236. L.C.S.A., art. 241.

237. G. COLEMAN, « Mergers and Acquisitions—Recent Developments », dans LAW SOCIETY OF UPPER CANADA, *op. cit.*, note 160, p. 317 ; R. YALDEN, *loc. cit.*, note 233, 913-915.

L'Instruction générale C-38

Les commissions des valeurs mobilières provinciales ont adopté l'*Instruction générale C-38* dans le but de réglementer, et non de prohiber, l'adoption de mesures défensives par les administrateurs de compagnies²³⁸. Au sein de la réglementation des valeurs mobilières, cette instruction générale constitue la principale source de droit en ce qui trait aux mesures défensives en matière d'OPA²³⁹. L'*Instruction générale C-38* ne constitue pas un code de conduite détaillé régissant l'adoption et la mise en œuvre d'une mesure défensive²⁴⁰. Elle dispose plutôt d'un certain nombre de grands principes qui poursuivent le même objectif que celui de la réglementation des offres publiques d'achat, soit la protection et la maximisation des intérêts des actionnaires de la compagnie visée :

[...] they [les dispositions de l'*Instruction générale C-38*] were equally intended to limit the powers of directors to use defensive tactics which might also be abusive, coercive or unfair to shareholders, or tactics which unnecessarily deprive the shareholders of the right to decide to whom and at what price they will sell their shares²⁴¹.

L'*Instruction générale C-38* favorise la libre concurrence des offres publiques d'achat visant une compagnie, puisque c'est dans ce contexte que les actionnaires peuvent obtenir le meilleur prix pour leurs actions. Dans cette perspective, cette instruction dispose qu'il appartient aux actionnaires de décider d'accepter ou de rejeter une OPA²⁴². Elle vise donc à les prémunir contre ce qui pourrait restreindre leur choix de déposer ou de conserver leurs titres en réponse à l'offre, ou les empêcher de prendre une décision éclairée. En ce sens, toute intervention des administrateurs qui empêche les actionnaires de se prononcer sur une offre est incorrecte, à moins que ceux-ci ne les aient préalablement autorisés à le faire²⁴³.

Il ressort également de cette instruction générale qu'une mesure défensive n'est pas illégale en soi, mais que la légalité de son adoption ou de sa mise en œuvre dépendra des circonstances²⁴⁴. L'approbation, ou la ratification, de la mesure défensive par les actionnaires, bien qu'elle ne constitue pas une garantie absolue de légalité, est favorisée par les autorités canadiennes en valeurs mobilières²⁴⁵. À cet égard, mentionnons que l'obligation de

238. S.M. BECK et R. WILDEBOER, *loc. cit.*, note 214, 120.

239. V. LOUNGNARATH, *loc. cit.*, note 178, 233.

240. *Ibid.* ; S.M. BECK et R. WILDEBOER, *loc. cit.*, note 214, 134-137.

241. 347883 *Alberta Ltd. c. Producers Pipeline Inc.*, précitée, note 220, 401.

242. S.M. BECK et R. WILDEBOER, *loc. cit.*, note 214, 125-130.

243. *Id.*, 130.

244. V. LOUNGNARATH, *loc. cit.*, note 178, 235.

245. *Instruction générale C-38*, précitée, note 213, art. 2. Dans l'affaire *Producers Pipeline*, la Cour d'appel de l'Alberta a déclaré illégale une pilule empoisonnée qui n'avait pas

faire approuver une pilule empoisonnée par les actionnaires « n'est pas expressément stipulée dans la législation et la réglementation en matière de droit des sociétés ou des valeurs mobilières²⁴⁶ ». L'approbation de cette mesure défensive, de l'avis de plusieurs, permet toutefois de résoudre en bonne partie les conflits d'intérêts des dirigeants et de protéger les droits des actionnaires²⁴⁷.

Comme nous le verrons maintenant, les investisseurs institutionnels se sont essentiellement appuyés sur cette instruction générale pour contester l'adoption et le maintien des régimes de droits de souscription.

2.4.2.2 Les interventions visant à empêcher l'adoption de régimes de droits de souscription

Les investisseurs institutionnels manifestent leur opposition aux pilules empoisonnées en tentant d'empêcher l'adoption de ces mesures défensives plutôt qu'en contestant leur légalité. Pour ce faire, ils utilisent généralement une approche extrajudiciaire²⁴⁸. Ils effectuent leurs interventions par l'intermédiaire de l'*Instruction générale C-38* qui favorise l'approbation des mesures défensives par les actionnaires. Ainsi, ils s'opposent à l'adoption des pilules empoisonnées en votant contre ces mesures lorsqu'elles sont soumises à leur approbation.

La saga entourant l'adoption de la première pilule empoisonnée canadienne par la compagnie Inco permet d'illustrer l'opposition des investisseurs institutionnels. La compagnie Inco, qui possédait un actionnariat dispersé composé à 65 p. 100 par des investisseurs institutionnels américains et canadiens, présenta son projet de pilule empoisonnée en 1988²⁴⁹. Dès l'annonce du projet, la Caisse de dépôt et placement du Québec, qui détenait alors 3 p. 100 des actions de Inco, manifesta son désaccord à l'égard d'un régime qui, de son avis, transférait au conseil d'administration la responsabilité d'évaluer les OPA²⁵⁰. Plusieurs des quelque 30 investisseurs institutionnels de cette compagnie déclarèrent également leur opposition à l'adop-

reçu l'approbation des actionnaires : *347883 Alberta Ltd. c. Producers Pipeline Inc.*, précitée, note 220.

246. C.G. RIOUX, *loc. cit.*, note 204, 40.

247. *347883 Alberta Ltd. c. Producers Pipeline Inc.*, précitée, note 220, 395 ; J.G. MACINTOSH, *loc. cit.*, note 209, 307-308 ; C.G. RIOUX, *loc. cit.*, note 204, 35-36.

248. Cf. K.E. MONTGOMERY, *loc. cit.*, note 166, 8.

249. J. MCNISH, « Investors Give Inco Cold Shoulder as Institutions Ponder Poison Pill », *The Globe and Mail*, 27 octobre 1988, p. B-5 ; J.G. MACINTOSH, *loc. cit.*, note 209, 308-310.

250. L. ZEHR, « Caisse Wants Inco to Drop New Poison Pill Provision », *The Globe and Mail*, 7 octobre 1988, p. B-4.

tion de la pilule empoisonnée²⁵¹. Ces investisseurs s'opposaient, en outre, à la mesure « corrective » utilisée par Inco pour faire adopter la pilule empoisonnée, et qui consistait à soumettre simultanément à l'approbation des actionnaires un généreux projet de restructuration²⁵², dans lequel on prévoyait notamment le versement d'un dividende de dix dollars par action.

Malgré cette opposition importante, canalisée par le Groupe Allinvest, conseiller en placement, aucune action commune ne fut prise par les investisseurs institutionnels et seule la Caisse de dépôt institua des procédures judiciaires qui sont demeurées lettre morte²⁵³. Lors d'une assemblée générale extraordinaire d'actionnaires à la fin de 1988, la proposition concernant le projet de restructuration et la pilule empoisonnée furent approuvées par une majorité de 72 p. 100 des votes déposés²⁵⁴. L'importance du vote majoritaire signifie sans doute que plusieurs investisseurs institutionnels se sont ravisés en se rangeant derrière la position des dirigeants. D'ailleurs, par la suite, en 1989 le régime était à nouveau confirmé, alors qu'une proposition visant à y mettre fin était défaite par une proportion de votes presque identique²⁵⁵.

L'influence de l'opposition des investisseurs institutionnels à l'égard des régimes de droits de souscription est demeurée mitigée depuis l'affaire Inco. Ainsi, ce n'est qu'en 1994 que les investisseurs institutionnels ont réussi, pour la première fois, à empêcher l'adoption d'une pilule empoisonnée²⁵⁶. Cette mesure défensive était proposée par les dirigeants de la compagnie Labatt.

251. J. MCNISH, *loc. cit.*, note 249, B-5.

252. J. MCNISH, « Allinvest Denounces Inco Poison Pill Vote as Coercive », *The Globe and Mail*, 22 novembre 1988, p. B-16 ; L. ZEHR, *loc. cit.*, note 250, B-4. Une mesure corrective a pour but d'éliminer les facteurs qui font d'une compagnie une cible potentielle pour une OPA. Elle visera par exemple à faire augmenter le cours des titres de la compagnie afin de rendre le coût d'acquisition exorbitant pour l'acquéreur. Voir C.G. RIOUX, *loc. cit.*, note 204, 19.

253. *Caisse de dépôt et placement du Québec c. Inco Ltd.*, C.S. Québec, Montréal, n° 500-05-013354-889 ; G. COLEMAN, *loc. cit.*, note 209, 8.

254. L. DAINGWALL, « Inco Wins Pushes Pill Option », *The Financial Post*, 10-12 décembre 1988, p. 1.

255. L. DAINGWALL, « Inco Put Poison Pill to Shareholder Vote — Again », *The Financial Post*, 13 mars 1989, p. 3.

256. R.J. DANIELS et J.G. MACINTOSH, *loc. cit.*, note 5, 915, note 131. Plusieurs régimes de droits de souscription ont toutefois été approuvés par un vote très serré. Ces investisseurs ont également obtenu certains succès à l'égard d'autres mesures défensives. À titre d'exemple, Southam s'est vue contrainte de modifier une proposition visant l'instauration de mesures anti-requins, après avoir fait face à une vive opposition des investisseurs institutionnels : « Shareholders' Dissent », *The Globe and Mail*, 28 avril 1986, p. A-6.

Durant l'été 1994, Labatt proposa l'adoption d'un régime de droits de souscription²⁵⁷. Dès son annonce, la mesure défensive fit l'objet d'une grande opposition de la part des 167 investisseurs institutionnels de la compagnie²⁵⁸. En raison de cette opposition, Labatt procéda à un adoucissement de la pilule empoisonnée, à la suite de consultations auprès de ces investisseurs²⁵⁹. Cette pratique, de plus en plus courante, permettait à Labatt de croire qu'elle pourrait ainsi obtenir l'appui de ces derniers et assurer l'adoption de cette mesure défensive²⁶⁰.

Toutefois, il n'en fut pas ainsi, et lorsqu'il fut soumis pour approbation par les actionnaires au début de septembre 1994, le régime fut défait par une faible majorité de 52 p. 100 des votes²⁶¹. Il appert des résultats du vote que la plupart des investisseurs institutionnels ont voté contre l'adoption du régime, alors que les épargnants individuels ont soutenu la direction²⁶².

La faible incidence de l'opposition des investisseurs institutionnels à l'égard des régimes de droits de souscription démontre, selon Daniels et MacIntosh, qu'une certaine proportion d'investisseurs institutionnels ont tout simplement adhéré à la position des dirigeants, selon laquelle les pilules empoisonnées sont mises en place dans le meilleur intérêt des actionnaires²⁶³. En effet, l'importance de la taille des investissements de ces institutions au sein des compagnies aurait dû faire en sorte que leur opposition à l'égard des pilules empoisonnées ait plus de succès. D'autant plus que la majorité des compagnies ayant adopté de telles mesures possédait un actionariat dispersé. Au sein de ces compagnies, les investisseurs institutionnels n'étaient donc pas placés devant des actionnaires majoritaires capables d'assurer, à eux seuls, l'approbation des pilules empoisonnées. C'est donc dire que, malgré l'existence de données empiriques concluantes sur le caractère nuisible des pilules empoisonnées²⁶⁴, de nombreux investisseurs institu-

257. I. JACK, « Labatt Adopts Poison Pill Plan », *The Globe and Mail*, 21 juillet 1994, p. B-3.

258. J. MACFARLAND, « Behind the Labatt Rebellion — Giant Shareholders Wake Up », *The Financial Post*, 17 septembre 1994, p. 6.

259. M. STRAUSS, « Labatt Cuts Potency of its Poison Pill », *The Globe and Mail*, 8 septembre 1994, p. B-1, B-20.

260. Voir à titre d'exemple de cette pratique : C. MCCALL, « An Acceptable Poison Pill ? », *Corporate Governance Review*, vol. 4, n° 5, 1992, p. 6. R.J. DANIELS et E.J. WAITZER, *loc. cit.*, note 4, 34-35 ; J.A. GELLER, *loc. cit.*, note 211, 5760.

261. J. MACFARLAND, *loc. cit.*, note 258, 6.

262. *Ibid.*

263. R.J. DANIELS et J.G. MACINTOSH, *loc. cit.*, note 5, 915-918.

264. Pour un exposé des principales études américaines : J.G. MACINTOSH, *loc. cit.*, note 209, 312-321. Au Canada, voir P. HALPERN, *loc. cit.*, note 203.

tionnels ont voté en faveur de l'adoption de ces mesures²⁶⁵. Autrement, c'est-à-dire si les investisseurs institutionnels s'étaient tous opposés à l'adoption de ces dernières, plusieurs pilules empoisonnées auraient été défaites, compte tenu de l'importance de ces investisseurs au sein de l'actionnariat des compagnies.

Certes, il n'était pas déraisonnable pour les investisseurs institutionnels d'adopter cette position. Cependant, il faut croire que bon nombre d'entre eux ne connaissaient nullement les conclusions des études empiriques selon lesquelles l'adoption d'une pilule empoisonnée est préjudiciable aux intérêts des actionnaires. Cette situation indique donc que l'efficacité du rôle que peuvent jouer les investisseurs institutionnels dans l'amélioration de la régie d'entreprise demeure tributaire de l'information dont ils disposent. En effet, comme le démontre le cas des pilules empoisonnées, les décisions prises par des investisseurs institutionnels mal renseignés ne seront pas meilleures que celles d'un épargnant peu sophistiqué, malgré l'expertise de ces investisseurs.

En outre, la faible influence des investisseurs institutionnels dans ce contexte illustre les effets des conflits d'intérêts avec lesquels ils sont aux prises²⁶⁶. À titre d'exemple, la Caisse de dépôt et placement qui s'est vivement opposée à l'adoption de la pilule empoisonnée de la compagnie Inco s'est abstenue d'intervenir — du moins publiquement — lorsque Alcan a implanté une telle mesure²⁶⁷. Pourtant, la Caisse de dépôt détenait plus de 12 millions d'actions de cette compagnie. Et la Caisse connaissait certainement les conclusions de la littérature économique relativement aux effets des pilules empoisonnées, considérant son engagement dans l'affaire Inco.

265. Nous n'avons toutefois pas pu vérifier la répartition des votes des investisseurs institutionnels. D'ailleurs, il n'existe pas de sources directes décrivant la taille de la participation de ces derniers dans les compagnies ayant adopté des pilules empoisonnées. Voir en ce sens R.J. DANIELS et J.G. MACINTOSH, *loc. cit.*, note 5, 914. Mentionnons à titre d'exemple que dans l'affaire *Regal* les actionnaires de la compagnie, qui étaient majoritairement des investisseurs institutionnels, ont approuvé la pilule empoisonnée adoptée par cette dernière : *Re MDC Corporation and Regal Greetings & Gifts Inc.*, (1994) 17 *OSCB* 4971, 4978.

266. B.S. BLACK, « Shareholder Passivity Reexamined », (1990) 89 *Mich. L. Rev.* 520, 596-598, 600-604.

267. R. LE COURS et M. TREMBLAY, « Ils ont marié la Caisse », *La Presse*, 4 mai 1993, p. C-2.

2.4.2.3 Les interventions destinées à mettre fin aux régimes de droits de souscription

Une décision récente de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario est susceptible de réorienter le contentieux relatif aux pilules empoisonnées et, par conséquent, de modifier la nature des interventions des investisseurs institutionnels à cet égard. Dans l'affaire *Canadian Jorex*, la CVMO a, en effet, laissé entendre qu'un régime de droits de souscription n'avait pas une durée indéfinie : « there comes a time when the pill has got to go²⁶⁸ ».

En l'espèce, la compagnie Mannville Oil & Gas Ltd. (Mannville) désirait acquérir les actions de la compagnie Canadian Jorex (Jorex) par voie d'offre publique d'échange. Considérant que l'offre de Mannville était insuffisante, le conseil d'administration de Jorex recommanda aux actionnaires de la rejeter. À la même occasion, il adopta une pilule empoisonnée. L'adoption de cette mesure défensive permit la présentation d'une offre concurrente par la compagnie Canadian Trans-Arctic & Southern International Corp. (Trans-Arctic). Le conseil d'administration recommanda aux actionnaires d'accepter l'offre de cette dernière, à laquelle il accorda le statut d'« offre autorisée ». Ainsi, Trans-Arctic put poursuivre son opération sans craindre d'activer l'application de la pilule empoisonnée. Celle-ci demeura toutefois en vigueur pour l'offre présentée par Mannville.

Mannville, qui se trouvait, par conséquent, dans l'impossibilité de soumettre son offre, déposa une plainte à la CVMO, requérant que l'application de la mesure défensive soit suspendue à son endroit dans l'intérêt public. La Commission fit droit à la demande de Mannville, en s'inspirant des principes énoncés dans l'*Instruction générale C-38*²⁶⁹.

Pour la CVMO, l'adoption d'une mesure défensive est justifiée dans la mesure où elle vise à amener l'initiateur à bonifier son offre, ou à susciter la présentation d'offres concurrentes²⁷⁰. Or, en l'espèce, le régime de droits de souscription avait provoqué une offre concurrente. En outre, Mannville n'avait pas manifesté l'intention de modifier son offre. Aussi, la mesure défensive avait rempli son rôle et n'avait plus de raison d'être. La CVMO décida donc d'en suspendre l'application, dans l'intérêt public, afin que les actionnaires puissent faire un choix entre les offres concurrentes :

For us, the public interest lies in allowing the shareholders of a target company to exercise one of the fundamental rights of share ownership — the ability to dispose of shares as one wishes — without undue hindrance from, among other things,

268. *In Re Canadian Jorex Ltd. and Mannville Oil & Gas Ltd.*, précitée, note 217, 263-264.

269. *Id.*, 266.

270. *Id.*, 263-265.

defensive tactics that may have been adopted by the target board with the best of intentions, but that are either misguided from the outset or, as here, have outlived their usefulness²⁷¹.

S'appuyant sur cette décision, des gestionnaires de portefeuilles se sont joints à Royal Oak Mines Inc., en 1994, pour présenter une demande d'ordonnance de blocage à la CVMO dans l'affaire *Lac Minerals*. Leur demande visait à mettre fin à la pilule empoisonnée adoptée par la compagnie Lac Minerals, dont ils étaient actionnaires²⁷².

Lac Minerals possédait une pilule empoisonnée depuis 1991 et cette dernière avait reçu l'approbation de ses actionnaires. En 1994, cette compagnie fit l'objet de deux tentatives de prise de contrôle : la première par Royal Oak Mines Inc. et la seconde par American Barrick Inc. Aucune de ces offres ne remplissait toutefois les conditions de l'« offre autorisée » énoncées dans le régime. Aussi, les dirigeants de Lac Minerals se retranchaient derrière la mesure défensive en attendant qu'une meilleure offre, maximisant l'avoir des actionnaires, soit faite. Dans sa demande d'ordonnance, Royal Oak Mines Inc. alléguait qu'il était dans l'intérêt public que la CVMO mette un terme à cette mesure défensive afin de donner l'occasion aux actionnaires de se prononcer sur ces offres²⁷³.

La CVMO refusa de suspendre le fonctionnement de cette mesure défensive en rendant une ordonnance de blocage. Elle reconnut le principe énoncé dans l'affaire *Canadian Jorex* selon lequel l'application d'une pilule empoisonnée devait être suspendue lorsqu'elle avait atteint les objectifs pour lesquels elle avait été instituée. Elle constata toutefois que, à la différence de l'affaire *Canadian Jorex*, cette mesure défensive avait reçu l'approbation des actionnaires de Lac Minerals, comme le préconise l'*Instruction générale C-38*. Leur approbation ne fut pas sans influencer sur la décision de la Commission, même si cette dernière refusa de lui donner une importance déterminante :

The prior shareholder approval of the Lac Rights Plan was a factor we considered. However, it was by no means determinative of the matter, particularly given that the shareholders approved the Lac Rights Plan three years ago and given the evidence concerning shareholders' current views²⁷⁴.

271. *Id.*, 266.

272. *In Re Lac Minerals Ltd. and Royal Oak Mines Inc.*, précitée, note 218. Cette ordonnance de blocage, si elle était rendue, aurait pour effet d'empêcher la réalisation d'opérations sur les droits de souscription qui pourraient être libérés au moment du déploiement du régime.

273. *Id.*, 4967.

274. *Id.*, 4969.

En l'espèce, la CVMO fut d'avis que la mesure défensive pouvait encore servir à maximiser la valeur de l'avoir des actionnaires. Selon la Commission, la preuve démontrait que les dirigeants de Lac Minerals étaient convaincus qu'ils pouvaient, à court terme, élaborer une transaction profitant aux actionnaires²⁷⁵. De plus, aucune preuve n'indiquait que le respect des objectifs de la réglementation des OPA était menacé dans ce cas²⁷⁶. La CVMO décida donc de s'en remettre au jugement des dirigeants de Lac Minerals et à leur respect de leurs devoirs envers la compagnie et les actionnaires.

Dans ces décisions, la CVMO s'est montrée soucieuse de protéger les intérêts des actionnaires et de favoriser la position susceptible de maximiser leurs avoirs. Ces objectifs forment d'ailleurs les fondements de l'*Instruction générale C-38*. Ainsi, la Commission a été attentive à l'opinion des actionnaires des compagnies en cause et a accordé de l'importance à l'approbation des mesures défensives par ceux-ci. Dans cette perspective, la participation des investisseurs institutionnels aux demandes d'ordonnances visant à mettre fin aux pilules empoisonnées s'avérera, dans certaines circonstances, déterminante pour le succès de ces demandes. En effet, la taille de leurs investissements dans les compagnies visées pourra permettre à la Commission de déterminer où se situe l'intérêt des actionnaires. L'importance de la participation des investisseurs institutionnels ressort notamment de l'affaire *Regal*²⁷⁷, où la CVMO devait statuer sur une demande d'ordonnance de blocage présentée par MDC Corporation (MDC) à l'encontre de Regal Greetings & Gifts (Regal).

Les faits donnant lieu à cette affaire sont les suivants. À la fin du mois de juillet 1994, MDC a lancé une OPA sur la totalité des titres de Regal. Peu de temps après l'annonce de cette offre, les dirigeants de Regal déclarèrent qu'ils considéraient celle-ci comme insuffisante et recommandaient aux actionnaires de Regal de la rejeter. Au même moment, ils avisèrent MDC que le régime de droits de souscription que la compagnie s'était donné en mars 1994 demeurerait en vigueur à l'encontre de son OPA. Par la suite, MDC bonifia son offre à deux reprises, mais les dirigeants de Regal refusèrent de mettre fin à la mesure défensive. D'où la demande d'ordonnance présentée par MDC à la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario.

En l'espèce, la CVMO devait déterminer s'il était dans l'intérêt public de mettre un terme à l'application de la pilule empoisonnée de Regal. Avant de répondre à la question, la Commission réaffirma le principe établi dans

275. *Id.*, 4969-4970.

276. *Ibid.*

277. *In Re MDC Corporation and Regal Greetings & Gift Inc.*, précitée, note 265.

l'affaire *Canadian Jorex*²⁷⁸. Elle lui apporta toutefois certaines nuances. Selon la CVMO, ce principe ne fait pas en sorte qu'une mesure défensive « must automatically be struck down [...] so as to allow the bid to proceed at the stated expiry date of the acceptance of the bid²⁷⁹ ». Ainsi, une mesure défensive peut continuer de s'appliquer lorsque les dirigeants de la compagnie visée sont d'avis que la décision contribuera à maximiser les avoirs des actionnaires. Quelle devrait être la durée de la période pendant laquelle la mesure défensive restera en vigueur ? La Commission est d'avis que cette dernière devrait demeurer « for such further period, so as to allow management and the board to continue to fulfill their fiduciary duties²⁸⁰ ».

Ensuite, la CVMO tenta de déterminer s'il était dans l'intérêt public de mettre fin à l'application de la pilule empoisonnée de Regal. Pour ce faire, elle examina s'il était raisonnablement possible qu'une meilleure offre soit faite aux actionnaires de Regal²⁸¹. À cette question, la Commission répondit par l'affirmative. Selon cette dernière, la preuve démontrait que si la pilule empoisonnée demeurait en vigueur pour une période additionnelle de trois semaines, il était vraisemblable qu'une meilleure offre soit faite²⁸². En outre, la CVMO considéra qu'il était probable que MDC prolonge la durée de son offre durant cette période. Cela permettrait aux actionnaires de Regal de pouvoir choisir entre des offres concurrentes. Ainsi, la Commission conclut qu'il était dans l'intérêt public que la pilule empoisonnée de Regal demeure en vigueur pour cette période.

En terminant, la CVMO tint toutefois à démontrer que sa décision respectait véritablement la position des actionnaires de Regal. Pour ce faire, elle rappela tout d'abord que le régime de droits de souscription avait reçu l'approbation des actionnaires de Regal²⁸³. Il y avait donc lieu de croire que ceux-ci désiraient que la mesure défensive joue le rôle envisagé au moment de son adoption. Et les actionnaires connaissaient d'autant mieux les effets de cette mesure, selon la Commission, qu'il s'agissait pour la plupart d'investisseurs institutionnels. La CVMO remarqua également qu'aucun autre actionnaire, à l'exception de MDC, n'avait exigé qu'il soit mis un terme au fonctionnement de la pilule empoisonnée. Au contraire, deux importants actionnaires de Regal lui avaient même confié qu'ils considéraient que « the time had not yet come²⁸⁴ ». Ainsi, la CVMO jugea qu'elle n'avait aucun

278. *Id.*, 4979.

279. *Ibid.*

280. *Ibid.*

281. *Id.*, 4979-4980.

282. *Ibid.*

283. *Ibid.*

284. *Id.*, 4981.

motif de croire que « the shareholders of Regal, other than MDC, wanted us to terminate the Plan as against MDC at the time of the hearing²⁸⁵ ».

2.4.3 Sommaire

Nous avons examiné ci-dessus les interventions des investisseurs institutionnels dans le contexte des pilules empoisonnées adoptées à l'encontre des OPA. Notre examen a permis de constater que lesdits investisseurs s'opposent généralement à ce type de mesures défensives dans un contexte extrajudiciaire, en s'appuyant sur les règles du droit des valeurs mobilières.

Ainsi, nous avons vu que les investisseurs institutionnels peuvent exprimer, d'une part, leur opposition aux pilules empoisonnées en votant contre celles-ci, lorsqu'elles sont soumises à l'approbation des actionnaires par les dirigeants, conformément à l'*Instruction générale C-38*. Dans ce contexte, les résultats de leur opposition sont cependant mitigés. En effet, une seule pilule empoisonnée a été défaite, jusqu'à présent, lorsqu'elle a été soumise pour approbation par les actionnaires.

D'autre part, une décision récente de la CVMO est en voie de réorienter le contentieux relatif aux pilules empoisonnées. Dans cette décision, la Commission a indiqué que ces mesures défensives n'avaient pas une durée illimitée. Ainsi, les investisseurs institutionnels peuvent désormais requérir qu'il soit mis fin à un régime de droits de souscription pour le motif qu'il a rempli son rôle et n'a plus de raison d'être.

2.5 L'amélioration du fonctionnement du conseil d'administration

Selon les lois sur les compagnies, le rôle du conseil d'administration est d'administrer les affaires de la compagnie²⁸⁶. Dans les grandes entreprises, le conseil d'administration ne peut toutefois s'acquitter de cette responsabilité en raison de la complexité du fonctionnement de celles-ci²⁸⁷. Aussi, les administrateurs délèguent généralement leur fonction de gestion des affaires courantes à des dirigeants professionnels²⁸⁸. Dans ce contexte, le rôle des administrateurs doit être de choisir ces dirigeants, de les conseiller et de s'assurer qu'ils remplissent leurs fonctions dans le meilleur intérêt de la compagnie et des actionnaires²⁸⁹.

285. *Ibid.*

286. L.C.S.A., art. 102 (1); L.C.Q., art. 123.72.

287. H.M. BYBELEZER, *loc. cit.*, note 95, 59-65; Rapport Dickerson-Nadeau, précité, note 6, p. 331.

288. L.C.S.A., art. 115; L.C.Q., art. 92.

289. M.A. EISENBERG, « Legal Models of Management Structure in the Modern Corporations: Officers, Directors and Accountants », (1976) 63 *Cal. L. Rev.* 375.

De nombreux commentateurs ont reproché aux administrateurs de ne pas s'acquitter de leurs responsabilités, en agissant de manière passive et routinière, et en ne remettant en question aucune décision des dirigeants²⁹⁰. Selon ces critiques, la passivité des administrateurs serait une importante cause des résultats insatisfaisants des entreprises. Récemment, les faillites spectaculaires de plusieurs compagnies canadiennes, l'accroissement de la concurrence internationale et la récession ont contribué à accréditer la thèse de ces critiques²⁹¹. Ainsi, nous assistons actuellement à l'émergence d'un mouvement de réforme destiné à améliorer le fonctionnement du conseil d'administration, dont le rapport du comité de la Bourse de Toronto est la manifestation la plus apparente²⁹². En résumé, selon ce mouvement de réforme, la réussite financière des entreprises est tributaire du bon fonctionnement du conseil d'administration²⁹³.

Dans ce qui suit, nous examinerons la participation des investisseurs institutionnels à ce mouvement de réforme.

2.5.1 La structure et la composition du conseil d'administration

Aux États-Unis, l'insatisfaction des investisseurs institutionnels à l'égard du rendement de certaines entreprises a engendré la chute très médiatisée de leurs présidents. Contrairement à l'expérience américaine, les investisseurs institutionnels canadiens n'ont pas entrepris de véritable

290. C. AXWORTHY, « Corporate Directors — Who Needs Them? », (1988) 51 *Mod. L. Rev.* 273 ; M. MACE, *Directors: Myth and Reality*, Boston, Harvard University Press, 1971 ; M. TREMBLAY et R. LE COURS, « Derrière la porte des salles du conseil », *La Presse*, 3 mai 1993, p. C-1. Voir à titre d'exemple : *In Re Standard Trustco Ltd.*, (1993) 6 B.L.R. (2d) 241 (Ont. S.C.).

291. J.S. MCCALLUM, « À qui la faute? », *C.A. Magazine*, juin 1992, p. 27 ; K.E. MONTGOMERY et D.S.R. LEIGHTON, *loc. cit.*, note 2, 42. Voir pour des exemples : J. WELLS, « Where Was the Board? », *Report on Business Magazine*, juillet 1993, p. 43 ; W. LILLEY, « ... And no Board to Break the Fall », *Report on Business Magazine*, juillet 1994, p. 49.

292. R.J. DANIELS et R. MORCK, « Le défi posé par la régie des sociétés au Canada », dans R.J. DANIELS et R. MORCK, *op. cit.*, note 4, p. 3. Aux États-Unis, ce mouvement de réforme s'est manifesté notamment dans les *Principles of Corporate Governance* élaborés sous l'égide de l'American Law Institute (ALI) : « Symposium on Corporate Governance », (1993) 48 *Bus. Law.* 1267-1744. Au Royaume-Uni, il a donné naissance à un rapport : A. CADBURY, *Rapport Cadbury: Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, Londres, Burgess Science Press, 1992, p. 21 (ci-après cité : « Cadbury Report »).

293. D.D. PRENTICE, « Some Aspects of the Corporate Governance Debate », dans D.D. PRENTICE et P.R.J. HOLLAND (dir.), *Contemporary Issues in Corporate Governance*, Oxford, Clarendon Press, 1993, pp. 30-31.

«révolution de palais» à l'encontre des administrateurs des entreprises²⁹⁴. Certains, parmi les investisseurs institutionnels, ont toutefois adopté des énoncés de politique en matière de régie d'entreprise : c'est le cas de la Caisse de dépôt, de l'Association canadienne des gestionnaires de fonds de retraite, d'OMERS et de TEACHERS²⁹⁵. Leurs énoncés de politique serviront de guide à ces investisseurs lorsqu'ils votent sur des questions intéressant la régie d'entreprise. Les énoncés formalisent les positions des investisseurs institutionnels en la matière et sont susceptibles d'influer sur les décisions des entreprises²⁹⁶.

Le conseil d'administration fait l'objet d'une attention particulière dans les énoncés de politique. Ainsi, de nombreuses propositions favorisent l'implantation de changements dans la structure et dans la composition du conseil d'administration, en vue d'en améliorer le fonctionnement. Dans ce qui suit, nous analyserons les principales propositions des investisseurs institutionnels à cet égard.

2.5.1.1 Les administrateurs indépendants

Plusieurs investisseurs institutionnels proposent que les conseils d'administration des entreprises soient composés d'une majorité d'administrateurs indépendants des dirigeants plutôt que d'employés, de membres de la direction ou de personnes qui leur sont reliées²⁹⁷. Leur proposition a pour objectif d'améliorer le fonctionnement du conseil d'administration et, plus particulièrement, son rôle de contrôle et de surveillance de la gestion des affaires de la compagnie²⁹⁸.

294. Les exceptions que nous avons pu retracer à cette réserve des investisseurs institutionnels sont Sherritt Gordon, Dofasco et Téléglobe : R. LE COURS et M. TREMBLAY, *loc. cit.*, note 103, A-1.

295. OMERS, *op. cit.*, note 167 ; PIAC, *op. cit.*, note 221 ; CAISSE DE DÉPÔT ET PLACEMENT DU QUÉBEC, *op. cit.*, note 167 ; TEACHERS, *op. cit.*, note 221.

296. P.A. KOVAL, *loc. cit.*, note 102, 46-48.

297. S. JARISLOWSKY *et al.*, «Corporations and Institutional Investors: Five Key Players Look Ahead», *Canadian Investment Review*, vol. 4, n° 4, 1991, p. 24 ; OMERS, *op. cit.*, note 167, p. 7 ; PIAC, *op. cit.*, note 221, par. A ; CAISSE DE DÉPÔT ET PLACEMENT DU QUÉBEC, *op. cit.*, note 167, p. 4 ; TEACHERS, *op. cit.*, note 221, p. 13.

298. B.J. DAVIES et T.H. WHITE, «Boardroom Composition: Towards a Greater Precision in the Definition of «Inside» and «Outside» Directors», *Business Quarterly*, vol. 41, n° 1, 1977, pp. 54, 56-58, F. IACOBUCCI, M.L. PILKINGTON et J.R.S. PRICHARD, *Canadian Business Corporations*, Agincourt, Canada Law Book Ltd., 1977, p. 250 ; J.D. PAWLING, «The Crisis of Corporate Boards», *Business Quarterly*, vol. 58, n° 2, 1994, p. 147 ; P.S. RAO et C.R. LEE-SING, *loc. cit.*, note 4.

En principe, les administrateurs doivent faire preuve d'indépendance dans l'exercice de leurs fonctions²⁹⁹. Cette obligation découle de leur devoir de loyauté à l'égard de la compagnie qui exige qu'ils n'agissent que dans l'intérêt de celle-ci³⁰⁰. Un des corollaires du devoir d'indépendance exige que les administrateurs conservent, dans l'exercice de leurs fonctions, une attitude d'esprit libre qui leur permette d'exercer sans entraves la discrétion qui leur a été accordée³⁰¹.

L'indépendance des administrateurs est susceptible d'être compromise lorsque ces derniers sont des administrateurs « internes », c'est-à-dire des employés, des membres de la direction ou des personnes qui leur sont reliées. En effet, ces administrateurs sont placés devant des conflits d'intérêts qui peuvent les empêcher de s'acquitter de leurs responsabilités avec impartialité et objectivité³⁰². Des conflits d'intérêts se présenteront notamment quand les administrateurs doivent procéder à une évaluation de la gestion de la compagnie³⁰³. Dans ce cas, les administrateurs qui sont des employés de la compagnie ou des membres de la direction doivent choisir entre la protection de leurs réalisations et le respect de leur devoir de loyauté à l'égard de la compagnie. Pour leur part, les administrateurs qui sont des personnes reliées aux dirigeants doivent faire un choix entre leur fidélité à l'égard des dirigeants — qui, souvent, ont contribué à leur nomination — et le respect de leur devoir de loyauté³⁰⁴. Ainsi, la présence d'une majorité d'administrateurs « internes » au sein du conseil d'administration peut nuire à la réalisation du mandat de surveillance et de contrôle des dirigeants de ce dernier.

Dans cette perspective, la présence d'administrateurs indépendants a pour but d'accroître l'objectivité et l'indépendance du conseil d'administration. Parmi les avantages d'un conseil d'administration composé d'une majorité d'administrateurs indépendants, mentionnons, tout d'abord,

299. M. GIGUÈRE, « L'indépendance des administrateurs de compagnies », (1966) 26 *R. du B.* 160.

300. L.C.S.A., art. 122 (1); C.c.Q., art. 322. L'intérêt de la compagnie peut être interprété comme visant non pas une entité commerciale distincte des actionnaires, mais plutôt les actionnaires comme corps global: *Sun Trust Co. Ltd. c. Bégin*, [1937] R.C.S. 305; *Greenhalgh c. Ardenne Cinemas Ltd.*, [1950] 2 All. E.R. 1120 (Ch.); M. LIZÉE, « Le principe du meilleur intérêt de la société commerciale en droit anglais et comparé », (1989) 34 *McGill L.J.* 653; M. MARTEL et P. MARTEL, *op. cit.*, note 124, p. 507-508.

301. M. GIGUÈRE, *loc. cit.*, note 299, 166. Voir C.c.Q., art. 324.

302. W. LILLEY, *loc. cit.*, note 291, p. 49; L.D. SOLOMON, « Restructuring the Corporate Board of Directors: Fond Hope — Faint Promise ? », (1978) 76 *Mich. L. Rev.* 581; D.H. THAIN et D.S.R. LEIGHTON, « The Director's Dilemma: What's My Job ? », *Business Quarterly*, vol. 57, n° 3, 1992, p. 76.

303. B.J. DAVIES et T.H. WHITE, *loc. cit.*, note 298, 54.

304. L.D. SOLOMON, *loc. cit.*, note 302, 584.

que leur présence peut contribuer à améliorer la qualité des décisions d'affaires prises par les dirigeants, en forçant ces derniers à leur présenter, pour approbation ou discussion, des projets étoffés³⁰⁵. En outre, les administrateurs indépendants peuvent utiliser leurs compétences particulières et leur détachement pour apporter une vision critique des problèmes ou des projets soumis par les dirigeants³⁰⁶. Leur indépendance leur permet également d'évaluer objectivement la performance des dirigeants et de procéder aux changements qui s'imposent. Enfin, les administrateurs indépendants jouent un rôle particulièrement important dans le contexte de situations de conflits d'intérêts³⁰⁷. Ils peuvent, par exemple, siéger à des comités du conseil d'administration pour statuer sur l'équité des transactions avec lien de dépendance ou pour déterminer la rémunération des dirigeants³⁰⁸.

Le rôle des administrateurs indépendants devrait toutefois être nuancé afin de tenir compte des distinctions existant entre les compagnies possédant un actionnariat dispersé et celles qui sont contrôlées par un actionnaire principal³⁰⁹. Au sein des compagnies caractérisées par la présence d'un actionnaire principal, celui-ci, qui est représenté généralement au conseil d'administration, exerce un contrôle important des dirigeants qu'il a le pouvoir de nommer, en raison de l'investissement qu'il possède dans la compagnie³¹⁰. Dans un tel cas, le rôle des administrateurs indépendants est de protéger les actionnaires minoritaires, en s'assurant que leurs intérêts seront considérés au moment de la prise de décisions³¹¹. Dans ce contexte, la supervision des dirigeants s'avère donc secondaire pour ces administrateurs. Il en va toutefois autrement pour les compagnies possédant un actionnariat dispersé. En effet, l'absence d'un actionnaire principal susceptible de contrôler la compagnie tend à conférer un pouvoir considérable aux dirigeants. Aussi, les administrateurs indépendants doivent superviser le

305. B.J. DAVIES et T.H. WHITE, *loc. cit.*, note 298, 56; E.J. WEISS, «Economic Analysis, Corporate Law, and the ALI Corporate Governance Project», (1984) 70 *Cor. L. Rev.* 1, 8. Voir en ce sens *Re Standard Trustco Ltd.*, précitée, note 290, 292.

306. G. CHARREAUX et J.-P. PITOL-BELIN, «Le conseil d'administration, lieu de confrontation entre dirigeants et actionnaires», *Revue française de gestion*, vol. 87, 1992, p. 87; B.J. DAVIES et T.H. WHITE, *loc. cit.*, note 298, 56.

307. *Brant Investments c. Keeprite Inc.*, (1988) 37 B.L.R. 65 (Ont. H.C.).

308. Plusieurs investisseurs institutionnels proposent que la rémunération des hauts dirigeants soit établie par un comité composé d'une majorité d'administrateurs indépendants. OMERS, *op. cit.*, note 167, p. 15; PIAC, *op. cit.*, note 221, par. B; CAISSE DE DÉPÔT ET PLACEMENT DU QUÉBEC, *op. cit.*, note 167, p. 5; TEACHERS, *op. cit.*, note 221, p. 15.

309. D.H. THAIN et D.S.R. LEIGHTON, *loc. cit.*, note 5, 62-63.

310. G. CHARREAUX et J.-P. PITOL-BELIN, *loc. cit.*, note 306, 86; R.J. DANIELS et J.G. MACINTOSH, *loc. cit.*, note 5, 884-885.

311. D.H. THAIN et D.S.R. LEIGHTON, *loc. cit.*, note 5, 62-63.

travail de ces derniers afin d'éviter qu'ils ne gèrent la compagnie dans leur propre intérêt au détriment des actionnaires³¹².

Du reste, l'enjeu principal de la proposition est de s'assurer que ces administrateurs soient véritablement indépendants des dirigeants³¹³. La notion d'indépendance, dans son sens large, devrait signifier que l'administrateur ne doit avoir aucun lien d'affaires avec la société, ni aucune participation dans celle-ci, autrement qu'en qualité d'actionnaire³¹⁴. Aussi, les investisseurs institutionnels devraient s'opposer à ce qu'on ait recours à la définition d'administrateur « externe » édictée par la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* et la *Loi sur les valeurs mobilières* pour définir la notion d'administrateur indépendant³¹⁵. Selon cette définition, est considérée comme administrateur « externe » toute personne qui ne fait pas partie des dirigeants ou employés de la compagnie ou des compagnies de son groupe³¹⁶. L'utilisation de cette définition permet la nomination de personnes n'étant pas libres de tout préjugé, engagement ou partialité envers les dirigeants³¹⁷. Par exemple, les anciens dirigeants ou employés de la compagnie, de même que ses fournisseurs et clients, peuvent être considérés, comme des administrateurs « externes », selon cette définition, sans être véritablement indépendants de la direction³¹⁸.

En outre, l'indépendance des administrateurs subit l'influence du processus utilisé pour procéder à leur nomination. En effet, la nomination des administrateurs indépendants par les dirigeants, comme cela se fait souvent en pratique, a pour conséquence d'embrouiller leur sens critique et de leur faire perdre leur objectivité, puisqu'ils se sentent redevables envers les dirigeants qui les ont nommés³¹⁹. Conscients de l'importance du processus de nomination, les investisseurs institutionnels proposent d'ailleurs la mise

312. *Ibid.*

313. M.A. EISENBERG, *loc. cit.*, note 289, 406-407.

314. CAISSE DE DÉPÔT ET PLACEMENT DU QUÉBEC, *op. cit.*, note 167, p. 12. B.J. DAVIES et T.H. WHITE, *loc. cit.*, note 298, 58-59; A. TUNC, « Supprimer ou renforcer le conseil d'administration des sociétés anonymes ? », (1991) 5 *R.D.A.I.* 669, 675-676.

315. Depuis longtemps, environ 75 p. 100 des administrateurs des compagnies publiques canadiennes sont des administrateurs externes, sans être toutefois indépendants des dirigeants. D.H. THAIN et D.S.R. LEIGHTON, *loc. cit.*, note 5, 61.

316. L.C.S.A., art. 102 (2); L.V.M., art. 15 (5.2).

317. H.M. BYBELEZER, *loc. cit.*, note 95, 118-120.

318. F.H. BUCKLEY et M.Q. CONNELLY, *Corporations—Principles and Policies*, 2^e éd., Toronto, Edmond Montgomery Publications Ltd., 1988, p. 374; Rapport Dickerson-Nadeau, précité, note 6, p. 333.

319. J.D. PAWLING, *loc. cit.*, note 298, 145; V. BRUDNEY, « The Independent Director—Heavenly City or Potemkin Village ? », (1982) 95 *Harv. Law Rev.* 597, 610-622.

sur pied d'un comité des nominations, composé uniquement d'administrateurs indépendants, pour s'occuper de la question³²⁰. Le comité de nomination effectuerait la sélection des administrateurs indépendants, à même la liste des candidats recommandés par la direction, selon des critères d'indépendance préétablis. Ce procédé devrait avoir pour effet de réduire l'influence des dirigeants sur le processus de nomination.

Enfin, il convient de remarquer que cette proposition des investisseurs institutionnels ne devrait pas soulever une controverse. En effet, la plupart des grandes compagnies sont favorables à la nomination d'une majorité d'administrateurs indépendants au conseil d'administration, et plusieurs respectent déjà cette exigence³²¹. De fait, le véritable défi des investisseurs institutionnels sera plutôt de s'assurer que ces administrateurs demeurent indépendants et disposent de la volonté ainsi que des outils nécessaires pour remplir adéquatement leur rôle. À titre d'exemple, soulignons que les administrateurs indépendants devront avoir accès à une source d'information véritablement indépendante, pour que leurs décisions ne soient pas basées uniquement sur l'information que leur fourniront les dirigeants, ce qui pourrait diminuer l'efficacité du contrôle qu'ils pourront exercer³²². En outre, ces administrateurs devront être prêts à consacrer à leur charge le temps nécessaire afin d'acquérir une bonne connaissance des affaires de la compagnie. Cela leur permettra d'être en mesure d'interroger la direction d'une manière éclairée et d'apprécier la pertinence de ses réponses. Ils seront également plus à même d'évaluer adéquatement les résultats des dirigeants³²³. À cet égard, le temps à consacrer pourra être beaucoup plus important pour un administrateur ne détenant pas une grande expertise. Aussi, la nomination d'administrateurs dépourvus d'expertise relativement à l'industrie dans laquelle la compagnie fait affaire devrait être abordée avec prudence, puis-

320. OMERS, *op. cit.*, note 167, par. A2; PIAC, *op. cit.*, note 221, par. A; CAISSE DE DÉPÔT ET PLACEMENT DU QUÉBEC, *op. cit.*, note 167, p. 4.

321. W.M. MACKENZIE, « Companies are Refining their Boards for the Nineties », *Corporate Governance Review*, vol. 5, n° 2, 1993, p. 14. Un sondage effectué par Ernst & Young en mars 1995 auprès de 52 importantes compagnies inscrites à la Bourse de Toronto révèle que 82,7 p. 100 d'entre elles sont en faveur de cette proposition et que 74,5 p. 100 ont déjà en place une majorité d'administrateurs indépendants: A. ROY, « Gestion interne: qui devrait être à la barre », Conférence de l'Association du Barreau canadien, Montréal, 4 mai 1995.

322. Rapport Dickerson-Nadeau, précité, note 6, p. 333; L.D. SOLOMON, *loc. cit.*, note 302, 585.

323. L.D. SOLOMON, *loc. cit.*, note 302, 585.

qu'un tel administrateur devra consacrer des efforts additionnels afin de remplir son rôle efficacement³²⁴.

2.5.1.2 Des administrateurs institutionnels³²⁵ ?

Depuis plusieurs années, la Caisse de dépôt et placement du Québec exige d'être représentée au sein du conseil d'administration des compagnies dont elle détient plus de 10 p. 100 des actions³²⁶. Selon la Caisse, « le conseil d'administration d'une entreprise doit refléter son actionnariat³²⁷ ». Cette représentation, qui est proportionnelle à son investissement, est généralement obtenue au moyen d'une convention d'actionnaires, négociée avec les principaux actionnaires de la compagnie. À titre d'exemple, la Caisse de dépôt désigne des administrateurs au conseil d'administration de Vidéotron, Brascade et Téléglobe³²⁸.

La présence de tels administrateurs est susceptible d'améliorer la fonction de surveillance et de contrôle du conseil d'administration³²⁹. D'une part, ces administrateurs sont indépendants des dirigeants, ce qui leur permet d'être critiques et objectifs à leur égard. D'autre part, les administrateurs institutionnels détiennent un intérêt économique pour effectuer cette surveillance. En effet, ils représenteront, en pratique, les intérêts des investisseurs qui les ont désignés. Ils devront effectuer un travail satisfaisant, de l'avis de ces derniers, s'ils désirent conserver leur charge ; autrement, ils pourront être remplacés par un autre administrateur, à l'échéance de leur mandat. Aussi, ces administrateurs devraient s'acquitter avec beaucoup de diligence de leur fonction de surveillance et de contrôle.

Malgré le rôle que peuvent jouer les administrateurs institutionnels, peu d'investisseurs institutionnels canadiens en favorisent actuellement la

324. Le recrutement d'administrateurs indépendants compétents fait d'ailleurs l'objet de difficultés. D.T. DINGLE, « Director Search in Canada—Corporate Governance in the 1990's », *Mergers & Acquisitions in Canada*, vol. 6, n° 9, 1994, p. 1.

325. Pour notre discussion, nous appellerons « administrateur institutionnel » l'administrateur pouvant être désigné par un investisseur institutionnel, en vertu d'une entente officielle ou officieuse avec une entreprise.

326. R. POUPART, *En marche vers l'an 2000 au profit des Québécois*, Montréal, Publications transcontinentales, 1991, p. 18 ; CAISSE DE DÉPÔT ET PLACEMENT DU QUÉBEC, *op. cit.*, note 167, p. 2 ; M. TREMBLAY et R. LE COURS, *loc. cit.*, note 290, C-2.

327. CAISSE DE DÉPÔT ET PLACEMENT DU QUÉBEC, *op. cit.*, note 167, p. 2.

328. R. LE COURS et M. TREMBLAY, *loc. cit.*, note 290 ; K. DOUGHERTY, « Caisse Forges Bold New Role », *The Financial Post*, 28 août 1989, pp. B-1, B-15.

329. B.S. BLACK, « Agents Watching Agents : The Promise of Institutional Investor Voice », (1992) 39 *UCLA L. Rev.* 811, 842-845.

nomination³³⁰. Le principal motif de leur réticence semble provenir du devoir de loyauté des administrateurs et de son corollaire, le devoir d'indépendance³³¹. Comme nous l'avons mentionné, le devoir de loyauté des administrateurs requiert que ces derniers n'agissent que dans le seul intérêt de la compagnie. Les administrateurs peuvent prendre des mesures pour favoriser les intérêts de l'ensemble des actionnaires³³². Ils peuvent également consulter les actionnaires qui les ont désignés au sujet de la conduite des affaires de la compagnie³³³. Cependant, ils ne doivent pas promouvoir ni défendre les seuls intérêts des actionnaires qui les ont désignés, sans égard à l'intérêt de la compagnie³³⁴. Autrement dit, les administrateurs ne peuvent sacrifier l'intérêt général de la compagnie à l'intérêt d'un groupe d'actionnaires. En ce sens, les administrateurs doivent être indépendants des suggestions ou des instructions que des actionnaires peuvent leur faire quant à la façon de s'acquitter de leurs fonctions.

Dans ce contexte, la nomination d'administrateurs institutionnels place ces derniers dans une situation délicate³³⁵. Un tel administrateur devra, en effet, constamment tenter de concilier son devoir d'agir dans l'intérêt de la compagnie avec sa responsabilité par rapport à l'institution qui l'a désigné³³⁶ : « There will almost always be a tension between the director's position as a director of the corporation in question and the director's position as a shareholder or the nominee of a shareholder³³⁷. »

La difficulté se pose d'ailleurs avec beaucoup d'acuité pour les administrateurs nommés par la Caisse de dépôt et placement du Québec en raison du mandat particulier de celle-ci. Rappelons que la mission de la Caisse de dépôt consiste à réaliser un rendement financier optimal et à contribuer, par son action, au dynamisme de l'économie du Québec. Ainsi, les administrateurs désignés par la Caisse de dépôt doivent tenter de promouvoir les

330. P.A. KOVAL, *loc. cit.*, note 102, 53-55. La caisse de retraite du Canadien National et OMERS nomment certains administrateurs institutionnels : K.E. MONTGOMERY et D.S.R. LEIGHTON, *loc. cit.*, note 2, 48. Aux États-Unis, cette pratique semble un peu plus répandue : R. ROMANO, « Public Pension Activism in Corporate Governance Reconsidered », (1993) 93 *Col. L. Rev.* 795.

331. P.A. KOVAL, *loc. cit.*, note 102, 54.

332. *Palmer c. Carling O'Keefe Breweries of Canada Ltd.*, (1989) 67 O.R. (2d) 161 (Div. Ct.).

333. *820099 Ontario inc. c. Harold E. Ballard Ltd.*, (1991) 3 B.L.R. (2d) 113, 171 (Ont. Div. Ct.).

334. *Bergeron c. Ringuet*, [1958] B.R. 222 ; confirmé par [1960] R.C.S. 672 ; *820099 Ontario inc. c. Harold E. Ballard Ltd.*, précitée, note 333, 171 ; *Deluce Holdings Inc. c. Air Canada et al.*, (1993) 8 B.L.R. (2d) 294, 306-312 (Ont. Ct. Gen. Div.).

335. J.C. COFFEE, *loc. cit.*, note 1, 1334.

336. K.E. MONTGOMERY et D.S.R. LEIGHTON, *loc. cit.*, note 2, 48.

337. *Deluce Holdings Inc. c. Air Canada et al.*, précitée, note 334, 310.

deux objectifs dans le cadre de leurs fonctions, tout en respectant l'intérêt de la compagnie.

L'objectif de contribuer au développement de l'économie québécoise, que doivent poursuivre les administrateurs institutionnels désignés par la Caisse de dépôt et placement, pourra se révéler incompatible avec l'intérêt de la compagnie *as a going concern*. Il pourrait en être ainsi lorsque la compagnie est gérée de manière à promouvoir le développement économique du Québec, au détriment de ses résultats financiers. Les administrateurs institutionnels pourraient donc manquer à leur devoir de loyauté envers la compagnie en décidant de respecter leurs responsabilités à l'égard de la Caisse de dépôt lorsque celles-ci ne sont pas conciliables avec le meilleur intérêt de la compagnie. Pour diminuer le risque de conflit d'intérêts, il semble préférable que les personnes désignées par la Caisse de dépôt pour occuper des postes d'administrateurs ne soient pas des employés ni des dirigeants ni des administrateurs de cette dernière.

2.5.1.3 La séparation entre les postes de chef de direction et de président du conseil d'administration

La proposition des investisseurs institutionnels de séparer les postes de chef de direction et de président du conseil d'administration s'inscrit dans le prolongement de l'exigence voulant que le conseil d'administration soit composé d'une majorité d'administrateurs indépendants³³⁸. Elle vise à procurer au conseil d'administration l'indépendance nécessaire pour s'acquitter de son mandat de superviser les dirigeants³³⁹.

Les responsabilités associées aux postes de chef de direction et de président du conseil d'administration sont difficiles à concilier. Le président dirige le conseil d'administration dont le mandat consiste, entre autres, à superviser la gestion des affaires de la compagnie et à faire contrepoids à l'exécutif. Dans cette perspective, les administrateurs ont la responsabilité de nommer, destituer, rémunérer et superviser les dirigeants³⁴⁰. Le chef de direction, pour sa part, a la responsabilité de gérer les affaires de la

338. PIAC, *op. cit.*, note 221, par. A ; CAISSE DE DÉPÔT ET PLACEMENT DU QUÉBEC, *op. cit.*, note 167, p. 5 ; OMERS, *op. cit.*, note 167, p. 13 ; TEACHERS, *op. cit.*, note 221, p. 14.

339. M. TREMBLAY et R. LE COURS, *loc. cit.*, note 290, C-1. Voir en ce sens : Rapport Dey, précité, note 97, p. 41 ; J. BACON, « Separation of Power », *Across the Board*, novembre-décembre 1993, p. 47 ; J. BREDIN et J.S. MCLENAHEN, « Advice to CEOs : Take Off Your Chairmen's Hats », *Industry Week*, 17 septembre 1990, p. 53 ; D.H. THAIN et D.S.R. LEIGHTON, « Improving Board Effectiveness — The Problem and the Solution Begin With the Chairman », *Business Quarterly*, vol. 57, n° 3, 1992, pp. 32-33.

340. G. CHARREAUX et J.-P. PITOL-BELIN, *loc. cit.*, note 306, 88 ; D.H. THAIN et D.S.R. LEIGHTON, *loc. cit.*, note 339, 22-25.

compagnie³⁴¹. Ce rôle lui est délégué par le conseil d'administration, auquel il doit rendre compte.

Le cumul de ces postes risque d'engendrer une situation de conflit d'intérêts pouvant nuire à la réalisation du mandat du conseil d'administration³⁴² :

As often as not, the chairman is also the CEO. He is both the stockholders' chief representative and the chief of management — a dual authority that compromises the healthy give-and-take that ought to exist between management and the board³⁴³.

La situation se présentera, notamment, lorsque le conseil d'administration évaluera les dirigeants et les résultats de l'entreprise. Dans un tel cas, la personne cumulant les deux fonctions devra choisir entre le respect de ses responsabilités de membre du conseil d'administration et la défense de ses réalisations, en tant que chef de direction. D'une part, si la personne respecte ses responsabilités d'administrateur, cela pourra avoir des répercussions négatives sur sa carrière de chef de direction, lorsque les résultats de l'entreprise sont insatisfaisants. D'autre part, si elle choisit de protéger son travail de chef de direction en empêchant une évaluation objective de celui-ci, elle manquera à son devoir de loyauté à l'égard de la compagnie en n'agissant pas dans l'intérêt de celle-ci.

D'un point de vue strictement légal, le cumul des deux postes semble critiquable eu égard aux règles du droit corporatif et du *Code civil du Québec* qui interdisent aux administrateurs de se placer dans une situation de conflit d'intérêts³⁴⁴. En outre, le cumul est susceptible d'empêcher les autres administrateurs d'examiner et d'évaluer en toute objectivité le travail de l'équipe de direction, ce qui peut nuire au rendement de la compagnie³⁴⁵. En effet, la décision de la personne qui cumule les deux fonctions influera considérablement sur l'ensemble des administrateurs, en raison de l'ascendant qu'elle exerce sur ces derniers³⁴⁶.

341. D.H. THAIN et D.S.R. LEIGHTON, *loc. cit.*, note 339, 33.

342. *Ibid.* ; OMERS, *op. cit.*, note 167, p. 13 ; Rapport Dey, précité, note 97, p. 41 ; CAISSE DE DÉPÔT ET PLACEMENT DU QUÉBEC, *op. cit.*, note 167, p. 5 ; TEACHERS, *op. cit.*, note 221, p. 14.

343. A. PATTON et J.C. BAKER, « Why Won't Directors Rock the Boat ? », *Harvard Business Review*, vol. 65, n° 6, 1987, p. 10.

344. C.c.Q., art. 324. S'il n'est pas président, mais seulement administrateur, le chef de direction sera également en conflit d'intérêts. Toutefois, l'intensité du conflit pourra être moins importante. La Caisse de dépôt et placement propose de résoudre le conflit d'intérêts en créant un comité responsable de l'évaluation des dirigeants.

345. D.H. THAIN et D.S.R. LEIGHTON, *loc. cit.*, note 339, 33.

346. *Ibid.*

Les investisseurs institutionnels devront utiliser toute leur influence pour assurer la mise en œuvre de cette proposition. En effet, actuellement, dans 77 p. 100 des compagnies composant le *Financial Post 500* les postes de président du conseil et de chef de direction sont occupés par la même personne³⁴⁷.

2.5.2 L'influence du rapport du comité de la Bourse de Toronto

En 1993, la Bourse de Toronto a mis sur pied un comité sur la régie d'entreprise, dont le mandat était de mener une étude approfondie sur la question et de faire des recommandations sur l'administration des compagnies canadiennes³⁴⁸. Le comité, qui était composé notamment de représentants de la Caisse de dépôt et placement du Québec et de TEACHERS, s'acquitta de son mandat en tenant des audiences publiques et en recevant des mémoires des intervenants du milieu des affaires, dont de nombreux investisseurs institutionnels³⁴⁹. Le comité remit son rapport final à la fin de 1994.

L'élément essentiel du rapport est d'énoncer une série de lignes directrices visant à améliorer la régie d'entreprise³⁵⁰. Toutefois, les lignes directrices exposées n'ont pas de force contraignante et les compagnies inscrites à la Bourse de Toronto n'ont pas à s'y conformer³⁵¹. Le rapport requiert plutôt que celles-ci divulguent, chaque année, dans leur rapport annuel ou dans leur circulaire de procurations, leurs propres règles de régie d'entreprise, en faisant référence aux lignes directrices. Le cas échéant, les compagnies devraient expliquer les différences entre leurs règles et les lignes directrices du rapport.

Le sujet principal des propositions contenues dans les lignes directrices du rapport est le conseil d'administration³⁵². Nous ne désirons pas faire ici

347. *Ibid.*

348. Rapport Dey, précité, note 97, p. b.

349. *Id.*, pp. a, 57-59.

350. *Id.*, pp. 4-6. Il s'agit de l'équivalent du *Code of Best Practice* formulé par le *Cadbury Report*, précité, note 292, produit en Angleterre et qui a fortement influencé le rapport Dey, précité, note 97. Voir pour une analyse de ces lignes directrices : A. ROY, « Régie interne : les nouvelles exigences de la Bourse de Toronto », dans SERVICE DE LA FORMATION PERMANENTE, BARREAU DU QUÉBEC, *Développements récents en droit commercial*, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 1995, p. 151 ; B. SILVER, « Corporate Governance », *Conférence de l'Association du Barreau canadien*, Montréal, 4 mai 1995.

351. Rapport Dey, précité, note 97, pp. 1-3. Les autorités de la Bourse de Toronto ont approuvé ces lignes directrices : TORONTO STOCK EXCHANGE, « TSE Board Adopts New Listing Requirements on Corporate Governance », Toronto, Media Release, 23 février 1995.

352. B. SILVER, *op. cit.*, note 350.

une analyse exhaustive des propositions du comité sur la régie d'entreprise dans la présente section. Mentionnons toutefois qu'elles recoupent certaines propositions des investisseurs institutionnels, dont celles qui exigent la nomination d'une majorité d'administrateurs indépendants au conseil d'administration et la séparation des postes de président et de chef de direction.

Les lignes directrices du rapport peuvent avoir pour effet de diminuer l'influence ainsi que l'importance des propositions des investisseurs institutionnels en matière de régie d'entreprise. En effet, la plupart des compagnies inscrites à la Bourse de Toronto se conformeront à ce code de régie d'entreprise en raison de l'autorité de la Bourse³⁵³. Cependant, il faut mentionner que les lignes directrices énoncées demeurent indicatives et que les entreprises conservent la discrétion d'établir leurs propres règles de régie d'entreprise³⁵⁴. Dans ce contexte, les propositions des investisseurs institutionnels pourront néanmoins influencer sur les compagnies dans l'élaboration de leurs règles de régie d'entreprise.

2.5.3 Sommaire

Dans ce qui précède, nous avons vu que la Caisse de dépôt et certaines caisses de retraite se sont jointes au mouvement qui vise à réformer le fonctionnement du conseil d'administration afin d'améliorer le rendement et la compétitivité des entreprises canadiennes. Les investisseurs institutionnels ont ainsi formulé certains principes relatifs à la structure et à la composition du conseil d'administration dans les règles qu'elles se sont données pour guider l'exercice de leur droit de vote, dans le but d'influencer les dirigeants et administrateurs des compagnies dont ils sont actionnaires. Essentiellement, ces principes ont pour objectif de conférer une plus grande indépendance aux administrateurs à l'égard des dirigeants, ce qui devrait permettre aux premiers de s'acquitter plus efficacement de leur fonction de contrôle et de surveillance des dirigeants. Ces principes rejoignent les recommandations formulées par le comité de la Bourse de Toronto et devraient contribuer à assurer la mise en œuvre de ces dernières.

Conclusion

Les investisseurs institutionnels gèrent une portion appréciable et toujours croissante de l'épargne des individus qu'ils remplacent progressive-

353. *Id.*, p. 12.

354. Rapport Dey, précité, note 97, p. 9. Sur l'efficacité de ce procédé, voir : A. BELCHER, « Regulation by the Market : The Case of the Cadbury Code and Compliance Statement », (1995) *J. of Bus. Law* 321.

ment comme actionnaires des compagnies publiques canadiennes. La transformation de l'actionnariat de celles-ci n'est pas sans conséquences pour leur gouverne, comme nous l'avons vu dans la présente étude. Plusieurs investisseurs institutionnels font preuve d'un activisme croissant à l'égard des questions liées à la régie d'entreprise, ce qui contribue à modifier le rapport de force existant entre les actionnaires principaux, les actionnaires minoritaires et les dirigeants des compagnies.

Les interventions des investisseurs institutionnels en matière de régie d'entreprise sont orientées autour de deux axes principaux. D'une part, nous retrouvons les interventions réactives, par lesquelles ces investisseurs tentent de protéger leurs intérêts, en tant qu'actionnaires, contre les opérations pouvant menacer leurs investissements au sein des entreprises, telles les transactions avec conflits d'intérêts et l'adoption de régimes de droits de souscription. Pour réaliser ces interventions, les investisseurs institutionnels semblent privilégier une approche extrajudiciaire, en ayant recours généralement aux règles du droit des valeurs mobilières et, lorsque cela est nécessaire, à l'assistance des commissions des valeurs mobilières. L'utilisation de cette approche non contentieuse démontre la volonté des investisseurs institutionnels d'éviter, autant que possible, des conflits avec des compagnies avec lesquelles ils entretiennent souvent d'étroites relations d'affaires.

D'autre part, certains investisseurs institutionnels prennent l'initiative et tentent d'exercer une influence à l'égard des règles concernant la régie d'entreprise dans le but d'améliorer le rendement et la compétitivité des compagnies. Leurs interventions s'inscrivent dans le sillage d'un mouvement de réforme visant l'amélioration du fonctionnement du conseil d'administration et des structures de régie interne des compagnies, dont le rapport de la Bourse de Toronto est la manifestation la plus apparente. Jusqu'à présent, ce second type d'intervention est demeuré toutefois l'affaire des investisseurs institutionnels les plus importants, à savoir la Caisse de dépôt et placement du Québec et certaines caisses de retraite publiques et privées. En outre, l'incidence de leurs interventions apparaît incertaine en raison de l'influence du rapport de la Bourse de Toronto.

L'accroissement de la taille des investissements des investisseurs institutionnels au sein des compagnies publiques ainsi que l'émergence de leur activisme à l'égard de la régie d'entreprise contribuent à l'érosion progressive de la séparation existant traditionnellement entre les secteurs financiers et non financiers de l'économie canadienne³⁵⁵. Le maillage des deux secteurs ne va pas sans soulever des critiques et des craintes à cause du

355. J. NIOSI, *Le contrôle financier du capitalisme canadien*, Québec, PUQ, 1982.

pouvoir économique considérable dont disposent désormais ces institutions³⁵⁶. L'influence du maillage entre les deux secteurs sur le fonctionnement des entreprises demeure toutefois difficile à prévoir, pour l'instant, par le fait de la nouveauté du phénomène. À cet égard, il y aurait lieu d'étudier, d'un point de vue comparatif, le phénomène du maillage entre les secteurs financiers et non financiers qui prend de plus en plus d'ampleur au Canada et qui existe déjà, sous différentes formes, en Allemagne et au Japon³⁵⁷.

356. B.S. BLACK, *loc. cit.*, note 329, 849-873; E.B. ROCK, «Controlling the Dark Side of Relational Investing», (1994) 15 *Card. L. Rev.* 987; M.J. ROE, «A Political Theory of American Corporate Finance», (1991) 91 *Col. L. Rev.* 10. Voir par exemple : T. CORCORAN, «Break Up the Pension Giants», *The Globe and Mail*, 2 février 1996, p. B-10; B. MAROTTE, «Too Much for Too Few and Too Little Known for Comfort», *Ottawa Citizen*, 19 août 1995, p. E-1.

357. J.C. COFFEE, *loc. cit.*, note 1, 1294-1306.