

L'affaire *Michaud* : la voix d'un « simple actionnaire »

Raymonde Crête

Volume 39, numéro 1, 1998

URI : <https://id.erudit.org/iderudit/043481ar>

DOI : <https://doi.org/10.7202/043481ar>

[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

Crête, R. (1998). L'affaire *Michaud* : la voix d'un « simple actionnaire ». *Les Cahiers de droit*, 39(1), 135–159. <https://doi.org/10.7202/043481ar>

Résumé de l'article

Au cours des deux dernières décennies, le milieu des affaires a été témoin de diverses formes d'activisme au sein de l'actionnariat des sociétés canadiennes. La bataille menée par Yves Michaud depuis deux ans est une manifestation retentissante de cet activisme. Après sa victoire devant les tribunaux contre quelques institutions bancaires canadiennes, cet actionnaire a été en mesure, lors des assemblées annuelles tenues par la plupart des grandes banques canadiennes, de soumettre des propositions visant notamment à limiter la rémunération des dirigeants et à assurer l'indépendance des membres du conseil d'administration. Une telle croisade est intéressante en ce qu'elle a réussi à bouleverser l'ordre établi dans un milieu où normalement ce genre de confrontation est peu prisé. Dans le présent article, l'auteure entend circonscrire la réalité de ce type de manifestation dans le contexte plus global de l'activisme au sein de l'actionnariat des grandes entreprises canadiennes, pour ensuite évaluer l'impact potentiel de cette affaire au regard de l'utilisation du mécanisme des propositions comme outil de participation des actionnaires.

L'affaire *Michaud* : la voix d'un « simple actionnaire »

Raymonde CRÊTE*

Au cours des deux dernières décennies, le milieu des affaires a été témoin de diverses formes d'activisme au sein de l'actionnariat des sociétés canadiennes. La bataille menée par Yves Michaud depuis deux ans est une manifestation retentissante de cet activisme. Après sa victoire devant les tribunaux contre quelques institutions bancaires canadiennes, cet actionnaire a été en mesure, lors des assemblées annuelles tenues par la plupart des grandes banques canadiennes, de soumettre des propositions visant notamment à limiter la rémunération des dirigeants et à assurer l'indépendance des membres du conseil d'administration. Une telle croisade est intéressante en ce qu'elle a réussi à bouleverser l'ordre établi dans un milieu où normalement ce genre de confrontation est peu prisé. Dans le présent article, l'auteure entend circonscrire la réalité de ce type de manifestation dans le contexte plus global de l'activisme au sein de l'actionnariat des grandes entreprises canadiennes, pour ensuite évaluer l'impact potentiel de cette affaire au regard de l'utilisation du mécanisme des propositions comme outil de participation des actionnaires.

Over the past two years, the business world has seen a high level of activism among Canadian shareholders. Yves Michaud's now two year struggle stands out as a prime example of such involvement. In the wake of his victory in court against various Canadian banking institutions, Shareholder Michaud was able to attend annual shareholders' meetings held by most large Canadian banks and table proposals seeking especially to limit officers' remuneration and ensuring the independence of members sitting

* Professeure, Faculté de droit, Université Laval.

on their boards of directors. This crusade merits more than passing interest because it has upset the established order at a corporate level quite unaccustomed, albeit ordinarily uncomfortable with such doings. In this paper, the author attempts to depict the reality of this type of manifestation in the wider context of shareholder activism in dominant Canadian corporations, and thereafter to measure the potential impact of such actions on the use of tabling proposals as a shareholders' tool for participation.

	<i>Pages</i>
1. Les manifestations d'activisme au sein de l'actionnariat	137
2. Un effort de démocratie dans l'entreprise : le mécanisme des propositions d'actionnaires.....	144
3. Une réglementation teintée de méfiance à l'égard des actionnaires minoritaires.....	147
4. Les propositions d'un « simple actionnaire » sous le feu des projecteurs : l'affaire <i>Michaud</i>	150
5. L'impopularité du mécanisme des propositions d'actionnaires	154
6. L'effet catalyseur de l'affaire <i>Michaud</i>	155
Conclusion	157

Au cours des deux dernières années, le monde des affaires a été témoin d'une manifestation retentissante d'activisme au sein de l'actionnariat canadien à l'occasion de la bataille menée par Yves Michaud, qui a réussi à obliger quelques grandes banques canadiennes à soumettre des propositions lors des assemblées annuelles d'actionnaires tenues par ces institutions. Cette affaire a été largement médiatisée, plus particulièrement à la suite du jugement de la Cour supérieure ordonnant à la Banque Royale et à la Banque Nationale d'inclure, dans la circulaire de la direction, des propositions visant notamment à limiter la rémunération des dirigeants et à assurer l'indépendance des membres du conseil d'administration¹. Ce jugement constituait une première au Canada, car aucun tribunal, à notre con-

1. *Michaud c. Banque Nationale du Canada*, [1997] R.J.Q. 547, confirmé par C.A.Q. 15 janv. 1997, [1997] A.Q. 14 (Quicklaw); au sujet de l'affaire *Michaud*, voir : B.R. CHEFFINS, « Michaud v. National Bank of Canada and Canadian Corporate Governance : A 'Victory' for Shareholder Rights ? », (1998) 30 *Can. Bus. L. J.* 20; R. CRÊTE, « Some Comments on the Impact of the Michaud Case », (1998) 30 *Can. Bus. L. J.* 73.

naissance, n'avait encore donné gain de cause à un actionnaire qui contestait le refus d'une société d'inclure des propositions dans ses documents d'assemblée. Et même si les propositions soumises par celui que l'on a surnommé, depuis lors, le « Robin des banques » ont ensuite été rejetées durant les assemblées tenues au cours de l'année 1997, cette victoire devant les tribunaux et l'attention considérable que cette affaire a suscitée ne pouvaient qu'encourager Yves Michaud à continuer sa croisade, ce qu'il fit au cours de la dernière année en ciblant d'autres grandes banques canadiennes et en ajoutant d'autres propositions à son programme.

Une telle croisade est intéressante en ce qu'elle a réussi à bouleverser l'ordre établi dans un milieu où normalement ce genre de confrontation est peu prisé et risque d'avoir des répercussions importantes au regard des droits des actionnaires et de la régie d'entreprise. Avant d'explorer l'impact potentiel de cette affaire, nous tenterons de circonscrire tout d'abord la réalité de ce type de manifestation dans le contexte plus global de l'activisme au sein de l'actionnariat des grandes entreprises canadiennes.

1. Les manifestations d'activisme au sein de l'actionnariat

Dans le contexte de la régie interne des sociétés, le terme « activisme » est souvent employé, avec différentes connotations, pour qualifier les activités les plus visibles de certains actionnaires qui remettent en question le comportement des entreprises². Cet activisme a surtout été mis en évidence aux États-Unis, là où le phénomène a été marqué par des interventions relativement intenses de la part d'individus ou de groupes d'actionnaires. Les premières manifestations de ce phénomène apparaissent dès le début des années 30, au moment où les frères Gilbert, considérés comme des pionniers en ce domaine, commencent à faire valoir leurs droits de façon plus apparente en vue d'accroître les mécanismes d'imputabilité des entreprises et d'assurer aux actionnaires une plus grande part des bénéfices de

2. Au sujet du phénomène de l'activisme dans le contexte de la régie interne des entreprises, voir : R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, « De la passivité à l'activisme des investisseurs institutionnels au sein des corporations : le reflet de la diversité des facteurs d'influence », (1997) 42 *McGill L. J.* 863, 871-877 ; sur le phénomène de l'activisme aux États-Unis, voir : L. TALNER, *The Origins of Shareholder Activism*, Washington, Investor Responsibility Research Center, 1983 ; R.A.G. MONKS et N. MINOW, *Power and Accountability*, New York, Harper Business, 1991, pp. 230-238 ; D.J. BAUM et N.B. STILES, *The Silent Partners — Institutional Investors and Corporate Control*, Syracuse, Syracuse University Press, 1965, pp. 14-27 ; concernant plus particulièrement l'activisme des investisseurs institutionnels, voir aussi : M.M. BLAIR, *Ownership and Control, Rethinking Corporate Governance for The Twenty-First Century*, Washington, Brookings Institution, 1995, pp. 165-195.

celles-ci³. Alors qu'au début les interventions soulevaient surtout des questions de nature interne, le phénomène a pris une ampleur différente à compter des années 60, à l'époque des grands mouvements politiques et sociaux qui caractérisaient la société américaine. Divers groupes de pression, de même que les investisseurs institutionnels, ont alors mis l'accent sur la responsabilité sociale des compagnies, notamment sur les questions touchant l'environnement, la protection des consommateurs, les droits fondamentaux et le bien-être public⁴.

Parmi les moyens utilisés pour atteindre leurs objectifs, les activistes en leur qualité d'actionnaires soumettaient des propositions en vue de leur diffusion dans les documents d'information préparés par les compagnies pour les assemblées annuelles. Inévitablement, en raison des questions soulevées et de l'approche militante adoptée par certains groupes, les sociétés visées ont parfois contre-attaqué vigoureusement, contribuant ainsi à donner à ces campagnes de sensibilisation une couverture médiatique considérable⁵. Tel fut le cas, entre autres, lors des efforts entrepris, en 1966, par

-
3. L. LOSS et J. SELIGMAN, *Securities Regulation*, 3^e éd., t. IV, Boston, Little, Brown and Co., 1989, p. 2008; D.J. BAUM et N.B. STILES, *op. cit.*, note 2, pp. 14-17; R.A.G. MONKS et N. MINOW, *op. cit.*, note 2, p. 230; P.J. RYAN, « Rule 14a-8, Institutional Shareholder Proposals and Corporate Democracy », (1988) 23 *Ga. L. Rev.* 97, 116, 117, à la note 77; A.R. PALMITER, « The Shareholder Proposal Rule: A Failed Experiment in Merit Regulation », (1994) 45 *Ala. L. Rev.* 879, 897; S.W. LIEBELER, « A Proposal to Rescind the Shareholder Proposal Rule », (1984) 18 *Ga. L. Rev.* 425, 459-461; W. WERNER, « Corporation Law in Search of its Future », (1981) 81 *Colum. L. Rev.* 1611, 1613. Les questions traitaient notamment du lieu des assemblées annuelles, du vote cumulatif, de l'élection des administrateurs, de la nomination des vérificateurs, des droits de préemption, de la rémunération des dirigeants et de l'envoi de rapports postérieurement aux assemblées. Voir L. TALNER, *op. cit.*, note 2, pp. 2-4; D.C. BAYNE, « The Basic Rationale of Proper Subject », (1956-57) 34 *U. of Detroit L. J.* 575, 595; T.L. FEAGANS, « SEC Rule 14a-8: New Restrictions on Corporate Democracy? », (1984) 33 *Buff. L. Rev.* 225, 239.
 4. L. TALNER, *op. cit.*, note 2, pp. 4-46; D. VOGEL, *Lobbying The Corporation—Citizen Challenges to Business Authority*, New York, Basic Books, 1978, pp. 71-102; P.J. RYAN, *loc. cit.*, note 3, 117-118; T.L. FEAGANS, *loc. cit.*, note 3, 239-245; L.S. BLACK, Jr. et A.G. SPARKS III, « The SEC as Referee-Shareholder Proposals and Rule 14a-8 », (1976) 2 *J. Corp. L.* 1, 4, 5; D.E. SCHWARTZ et E.J. WEISS, « An Assessment of the SEC Shareholder Proposal Rule », (1977) 65 *Geo. L. J.* 635, 642-648; P.E. WALLACE, « Disclosure of Environmental Liabilities under the Securities Laws: The Potential of Securities-Market-Based Incentives for Pollution Control », (1993) 50 *Wash. & Lee L. Rev.* 1093, 1135, 1136.
 5. L. TALNER, *op. cit.*, note 2, pp. 4-28. La réglementation en matière de propositions d'actionnaires contient une liste de conditions qui peuvent restreindre l'accès des actionnaires aux circulaires d'information préparées par la direction des entreprises. Voir : *Securities Exchange Act of 1934*, Rule 14a-8, 17 C.F.R. & 240.14a-8 (1995); L. LOSS et J. SELIGMAN, *op. cit.*, note 3, pp. 2004-2012; P.J. RYAN, *loc. cit.*, note 3, 116-117; S. LIEBELER, *loc. cit.*, note 3, 431, 459-461; A.R. PALMITER, *loc. cit.*, note 3, 897; R. CRÊTE,

une organisation appelée FIGHT qui a demandé à la compagnie Eastman Kodak de revoir sa politique d'emploi à l'égard des Noirs. De même, en 1970, la compagnie General Motors fut au centre d'une célèbre campagne, désignée dans la presse comme une croisade antipollution. Durant cette période, les actionnaires activistes ont également mené des campagnes antimilitaristes en vue de stopper la fabrication de certains types d'armement par les compagnies Dow Chemical Co. et Honeywell.

Les comptes rendus de ces premières manifestations d'activisme aux États-Unis font ressortir certains éléments communs qui méritent d'être soulignés afin de mieux apprécier l'évolution subséquente de ce phénomène. Dans la plupart des cas, les actionnaires ont axé leurs initiatives dans le cadre des assemblées annuelles des sociétés, notamment sous la forme de questions soumises en personne ou par des propositions diffusées dans les circulaires d'information et parfois même en engageant des batailles en matière de procuration. Cet activisme se caractérisait également par une approche militante adoptée par certains protagonistes qui ont mené leur campagne comme une véritable croisade.

Vues sous cet angle, des interventions semblables sont devenues, et cela n'est pas surprenant, des exemples évidents d'« activisme », tel que ce terme est défini aux États-Unis, à savoir « une doctrine ou une pratique qui met l'accent sur une action directe et vigoureuse, plus particulièrement pour exprimer son appui ou son opposition à l'égard d'une question controversée » ou encore « une théorie ou une pratique basée sur une action militante »⁶. Par contre, comme nous le verrons, ce terme employé dans le contexte canadien ne comporte pas nécessairement les mêmes connotations ou, du moins, ses manifestations se font plus timides.

Au Canada, un bref rappel des premiers signes de l'activisme axé sur la responsabilité sociale des compagnies fait clairement ressortir le contraste

The Proxy System in Canadian Corporations—A Critical Analysis, Montréal, Wilson & Lafleur, Martel, 1986, pp. 187 et suiv. Concernant les actions prises à la suite du refus des sociétés d'inclure les propositions des actionnaires, voir aussi : *SEC v. Transamerica Corp.*, 163 F.2d 511 (3d Cir. 1947), *cert. denied*, 332 U.S. 847 (1948) ; *Medical Committee for Human Rights v. SEC*, 432 F.2d 659 (D.C. Cir. 1970), *cert. granted*, 401 U.S. 973, *vacated as moot*, 404 U.S. 403 (1972).

6. Dans le *Merriam Webster's Collegiate Dictionary*, 10^e éd., Springfield, Merriam-Webster, 1994 ; le terme *activism* est défini comme suit : « A doctrine or practice that emphasizes vigorous action especially in support of or opposition to one side of a controversial issue. » L'*American Heritage Dictionary*, W. Morris (éd.), Boston, Houghton Mifflin Co., 1981, définit le terme comme « [a] theory or practice based on militant action », alors que l'*Oxford English Dictionary*, 2^e éd., t. 1, Oxford, Clarendon Press, 1989, en donne la définition suivante : « A doctrine or policy of advocating energetic action. »

avec l'expérience américaine. Au début des années 80, une organisation réunissant des groupes religieux soumettait des propositions à titre d'actionnaire en vue des assemblées annuelles de la compagnie Alcan et de plusieurs grandes banques canadiennes⁷. L'objectif visé était d'obtenir de l'information au sujet des activités menées par ces entreprises en Afrique du Sud. Or, contrairement aux campagnes américaines très intenses et largement médiatisées, ces interventions n'ont pas donné lieu à des affrontements similaires entre la direction des compagnies et les actionnaires intéressés. Au contraire, les sociétés visées ont simplement accepté de faire circuler les propositions soumises par les activistes, tout en recommandant le rejet de celles-ci. Par ailleurs, même si ses propositions ont été rejetées par la majorité des actionnaires, cette organisation religieuse a poursuivi ses efforts en vue d'accroître la responsabilité sociale des entreprises, pour finalement réussir à obtenir la collaboration de plusieurs d'entre elles⁸.

À quelques occasions, ce type d'activisme a suscité une opposition plus marquée de la part des compagnies visées. À titre d'exemple, en 1984, le groupe de pression Greenpeace Foundation a eu recours aux tribunaux à la suite du refus de la compagnie Inco de diffuser, dans ses documents d'information, une proposition visant à améliorer ses systèmes de protection environnementale⁹. Une contestation judiciaire semblable est également

7. Au sujet de l'activisme au sein de l'actionnariat canadien, voir : R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, *loc. cit.*, note 2 ; P.A. KOVAL, « Trends in Canadian Shareholder Activism », dans *Duties and Liabilities of Officers and Directors*, Toronto, The Canadian Institute, 1992, Tab. 3, 1-58 ; S. ROUSSEAU, « L'influence des investisseurs institutionnels sur la régie d'entreprise au Canada », (1996) 36 C. de D. 305. Au sujet du mécanisme des propositions soumises par les actionnaires, voir la *Loi canadienne sur les sociétés par actions*, L.R.C. 1985, c. C-44, art. 137 (ci-après citée : « L.C.S.A ») ; pour une comparaison entre les mécanismes canadien et américain, voir : R. CRÊTE, *op. cit.*, note 5, pp. 183-234. Au sujet des propositions soumises par les groupes religieux, voir : la circulaire d'information préparée par Alcan Aluminium Ltd. en vue de l'assemblée du 25 mars 1982 et la circulaire de la Banque Canadienne Impériale de Commerce pour l'assemblée annuelle tenue à Toronto le 20 janvier 1983 ; des propositions d'actionnaires ont été soumises aux assemblées annuelles des banques suivantes : Banque Royale, le 12 janvier 1984 ; Banque de Montréal, le 16 janvier 1984 ; Banque de la Nouvelle-Écosse, le 17 janvier 1984 ; Banque Toronto-Dominion, le 18 janvier 1984 ; Banque Canadienne Impériale de Commerce, le 19 janvier 1984 ; au sujet du rôle des groupes religieux réunis sous le Task Force on the Churches and Corporate Responsibility, voir B. DAVIS, « Canada's Successful Activists, the Churches », *Corporate Governance Review*, vol. 6, n° 1, 1993-1994, p. 1 ; M. MITTELSTAEST, « Church Group will Challenge Banks' Policies », *Globe and Mail* (12 novembre 1983) B3 ; M. MITTELSTAEST, « CIBC Shareholders Get Calls from Bank's Staff on Proxy's Significance », *Globe and Mail* (20 janvier 1983) B3.

8. B. DAVIS, *loc. cit.*, note 7.

9. *Greenpeace Foundation of Canada c. Inco Ltd.* (20 fév. 1984), (Ont. S.C.) [non publiée] j. Montgomery ; appel rejeté : 21 mars 1984 (Ont. C.A.).

survenue lorsque les pères jésuites du Haut-Canada et les religieuses ursulines du diocèse de London en Ontario ont tenté de soumettre une proposition afin que la compagnie Varity Corp., anciennement Massey-Ferguson, se départisse de ses investissements en Afrique du Sud¹⁰. Ces interventions judiciaires sont cependant demeurées des cas isolés. Dans l'ensemble, il semble donc que l'activisme axé sur les questions d'intérêt public n'ait pas connu une ampleur aussi considérable qu'aux États-Unis. Néanmoins, le type de forum choisi par les activistes pour exprimer leurs préoccupations a certainement contribué à sensibiliser davantage les compagnies aux questions soulevées.

Au cours des quinze dernières années, avec l'importance toujours croissante des investisseurs institutionnels dans le marché des valeurs mobilières, de nouvelles formes d'intervention de la part des actionnaires ont émergé ou du moins sont devenues plus visibles. Traditionnellement perçus comme des actionnaires passifs, les investisseurs institutionnels sont graduellement devenus des acteurs importants dans le contexte d'une société en raison de leurs efforts en vue de maximiser le rendement de l'avoir des actionnaires ou de promouvoir des objectifs collatéraux de nature économique, politique et sociale¹¹.

-
10. *Re Varity Corp. and Jesuit Fathers of Upper Canada*, (1987) 59 O.R. (2d) 459 (H.C.); confirmé par (1987) 60 O.R. (2d) 640 (C.A.); J. CARLISLE, « Response to Public Concerns could Grow among Directors : Some Boards Are Giving Special-interest Groups their Say at Annual Meetings », *Financial Post Daily* (7 juin 1990) 27.
 11. K.E. MONTGOMERY, *Shareholder Activism in Canada : A Survey of Institutional Shareholders*, London, National Centre for Management Research and Development, The University of Western Ontario, Working Paper Series n° NC 92-014-B, octobre 1992; voir aussi le résumé des résultats de cette enquête dans K.E. MONTGOMERY, « Survey of Institutional Shareholders », *Corporate Governance Review*, vol. 4, n° 4, 1992, p. 5; K.E. MONTGOMERY et D.S.R. LEIGHTON, *Institutional Shareholders in Canada — Part Two — Activism on the Rise*, London, National Centre for Management Research and Development, The University of Western Ontario, Working Paper Series n° NC 93-011-B, mai 1993; K.E. MONTGOMERY, « Market Shift — The Role of Institutional Investors in Corporate Governance », (1996) 26 *Can. Bus. L. J.* 189, 190, 191; S. ROUSSEAU, *Analyse de l'émergence de l'activisme des investisseurs institutionnels au sein des compagnies publiques*, mémoire de maîtrise, Québec, Université Laval, 1995; ce dernier mémoire a été publié en partie : voir, S. ROUSSEAU, *loc. cit.*, note 7; P.A. KOVAL, *loc. cit.*, note 7; J.G. MACINTOSH, « The Role of Institutional and Retail Investors in Canadian Capital Market », (1993) 31 *Osgoode Hall L. J.* 371, 379-386; B. DALGLISH, « Have Money — Want Power », *Maclean's* (18 mai 1992) 46; B. MAROTTE, « Canadian Pension Funds Flex Cash Muscle », *Ottawa Citizen* (20 février 1993) D6; B. MAROTTE, « Canadian Pension Funds Take more Active Stance in Market », *Ottawa Citizen* (29 mars 1993) D10; B. MAROTTE, « Corporate Canada Has New Owners — Huge Institutional Take Over as Family Empires Crumble », *Montreal Gazette* (18 février 1993) E1; A. MAYER, « The Big Gorilla of Pension Funds Managers of these Vast Pools of Money Are Starting to Make their Presence Felt in Executive Suites across the Nation », *Toronto Star*

Durant la période intense des prises de contrôle au cours des années 80, de même qu'au cours de la présente décennie, alors que les compagnies ont eu recours à une panoplie de mesures défensives, les investisseurs institutionnels ont pris conscience de la nécessité de protéger les intérêts des actionnaires. Ils ont ainsi fait valoir leur opposition concernant les mesures qui permettent aux dirigeants de protéger leurs postes au sein des compagnies visées, notamment à l'égard des régimes de droits de souscription (« pilules empoisonnées »), des ententes de blocage, des mandats échelonnés au sein des conseils d'administration, de la création d'actions subalternes et d'actions privilégiées comportant des droits discrétionnaires¹². Les investisseurs institutionnels sont également intervenus pour prévenir les comportements opportunistes dans les situations de conflits d'intérêts, par exemple dans le cas de transactions entre personnes liées conclues au détriment des intérêts des actionnaires minoritaires ou encore dans le cas de régimes de rémunération excessifs mis en place en faveur de la direction¹³.

-
- (22 avril 1995) D1. Dans le contexte américain, voir : W.M. O'BARR et J.M. CONLEY, *Fortune & Folly: The Wealth and Power of Institutional Investing*, New York, Business One Irwin, 1992, pp. 1-39, 175-205 ; R.A.G. MONKS et N. MINOW, *op. cit.*, note 2, pp. 182-238 ; M.M. BLAIR, *op. cit.*, note 2, pp. 165-172 ; UNITED STATES CONGRESS, SENATE, COMMITTEE ON BANKING, HOUSING, AND URBAN AFFAIRS, SUBCOMMITTEE ON SECURITIES, *The Impact of Institutional Investors on Corporate Governance, Takeovers, and the Capital Markets*, Washington, U.S. Government Printing Office, 1990.
12. K.E. MONTGOMERY, « Survey of Institutional Shareholders », *loc. cit.*, note 11, 5 ; K.E. MONTGOMERY et D.S.R. LEIGHTON, *loc. cit.*, note 11, 5 ; S. ROUSSEAU, *loc. cit.*, note 7, 326 et suiv. ; A. MAYER, *loc. cit.*, note 11 ; M. STRAUSS, « Labatt Shareholders Reject Poison Pill—Surprise Result Partly Reflects Discontent with Management's Pricy Expansion Plans », *Globe and Mail* (14 septembre 1994) B1 ; J. PARTRIDGE, « Poison Pill a Sore Point between Nova, Fairvest », *Globe and Mail* (27 juin 1994) B1 ; C.R. MCCALL, « Poison Pills—The 1995 Proxy Season », *Corporate Governance Review*, vol. 7, n° 3, 1995, p. 8 ; P. BLOOMFIELD, « Shareholders' Rights : Protecting the 'Proprietors of the Business' », *Financial Post Daily* (11 décembre 1991) 17 ; H. CLELAND, « Dual Class Capital Companies—Going Vanilla », *Corporate Governance Review*, vol. 4, n° 3, 1992, p. 1 ; W.M. MACKENZIE, « Whose Rights Plans ? », *Corporate Governance Review*, vol. 8 n° 3, 1996, p. 1 ; W.M. MACKENZIE, « Time to End Dual Class Capital », *Corporate Governance Review*, vol. 8, n° 4, 1996, p. 5 ; R.J. GILSON et R. KRAAKMAN, « Reinventing the Outside Director : An Agenda for Institutional Investors », (1990-91) 43 *Stan. L. Rev.* 863, 868 ; J. BARNARD, « Institutional Investors and The New Corporate Governance », (1991) 69 *N.C. L. Rev.* 1135, 1155 ; M.R. WINGERTON et C.H. DORN, « Institutional Investors in the U.S. and The Repeal of Poison Pills : A Practitioner's Perspective », (1992) *Colum. Bus. L. Rev.* 223, 233-235 ; E.B. ROCK, « The Logic and (Uncertain Significance) of Institutional Shareholder Activism », (1990-91) 79 *Geo. L. J.* 445, 484-489.
13. K.E. MONTGOMERY, *loc. cit.*, note 11 ; J.G. MACINTOSH, *loc. cit.*, note 11, 383 ; « Investors Battle Nortel : Pension Funds Urge Caution for Northern Telecom Investors as Company Presents Stock Option Plan that may Dilute Shares by 16 % », *Financial Post Daily* (18 avril 1995) 1 ; « Stock Option Discount Assailed—Institutional Investors Take more Interest in Management, Conference Told », *Globe and Mail* (3 juin 1992) B10 ; J.S. LUB-

Parallèlement à leurs actions ponctuelles dans les situations critiques, les investisseurs institutionnels ont agi de façon continue dans le cas de certains sujets de régie interne applicables à plusieurs compagnies. Ils ont ainsi élaboré des principes directeurs visant à les guider dans l'exercice de leur droit de vote et dans leurs consultations auprès des entreprises, concernant plus particulièrement la structure et la composition du conseil d'administration, les droits des actionnaires, la protection dans le contexte des prises de contrôle et la rémunération des dirigeants¹⁴.

Certains de ces principes ont aussi été mis en avant dans le rapport de la Bourse de Toronto sur la régie d'entreprise publié en 1994 et dont les recommandations ont donné lieu à l'adoption de directives obligeant les entreprises inscrites à cette bourse à divulguer leurs politiques à cet égard¹⁵. Les questions relatives à la régie d'entreprise ont également fait l'objet d'une attention particulière, au niveau fédéral, dans le processus de révision de la *Loi canadienne sur les sociétés par actions*, de même que dans le cadre des travaux entrepris par le Comité sénatorial permanent des banques et du commerce, qui a abouti à la publication du rapport Kirby en 1996¹⁶.

LIN, « Investors Push to Ax Pensions for Outsiders », *Wall Street Journal* (10 avril 1995) B1 ; J.A. GRUNDFEST, « Just Vote No : A Minimalist Strategy for Dealing with Barbarians Inside the Gates », (1993) 45 *Stan. L. Rev.* 851, 931 ; J.E. HEARD, « Executive Compensation : Perspective of the Institutional Investor », (1995) 63 *U. Of Cinn. L. Rev.* 749, 765, 766 ; R.L. SHORTEN, Jr., « An Overview of the Revolt against Executive Compensation », (1992) 45 *Rutgers L. Rev.* 121, 123-126.

14. Voir aussi les politiques suivantes : CAISSE DE DÉPÔT ET PLACEMENT DU QUÉBEC, *Régie d'entreprise, politique et sommaire des principes régissant l'exercice du droit de vote de la Caisse de dépôt et placement du Québec*, Montréal, CDPQ, février 1998 ; ONTARIO MUNICIPAL EMPLOYEES RETIREMENT SYSTEM, *Proxy Voting Guidelines*, Toronto, OMERS, mars 1998 ; ONTARIO TEACHERS' PENSION PLAN BOARD, *OTPPB Statement of Guidelines & Procedures on Proxy Voting*, OTPPB, 12 octobre 1995 ; PIAC, *Corporate Governance Standards of the Pension Investment Association of Canada*, Toronto, PIAC ; TORONTO SOCIETY OF FINANCIAL ANALYSTS, *Proxy Voting Guidelines*, Toronto, TSFA, 1994.
15. *Where Were the Directors ?*, rapport du Toronto Stock Exchange Committee on Corporate Governance in Canada, Toronto, 1994 ; concernant les directives adoptées par la Bourse de Toronto, voir le *Règlement de la Bourse de Toronto*, art. 19.17, reproduit dans CCH, *Canadian Securities Law Reporter*, paragr. 803-932. Au sujet de ce rapport, voir S. ROUSSEAU, *loc. cit.*, note 7, 373, 374.
16. Dans le processus de révision de la L.C.S.A., Industrie Canada a publié en 1995 et en 1996 des documents de travail concernant neuf principaux thèmes, notamment sur la responsabilité des administrateurs et les communications relatives aux actionnaires et à la sollicitation des procurations. Pour compléter le travail de consultation entrepris par Industrie Canada, le Comité sénatorial permanent des banques et du commerce a tenu, en 1996, des audiences sur la régie d'entreprise, dont le rapport a été publié en août 1996. Voir : *La Régie des sociétés*, rapport du Comité sénatorial des banques et du commerce (sous la présidence de M. Kirby), Ottawa, août 1996.

Dans la foulée des efforts entrepris par les investisseurs institutionnels et des organismes réglementaires et administratifs canadiens au cours des dernières années, quelques actionnaires individuels, malgré leur pouvoir économique souvent limité, sont également intervenus pour remettre en question certaines pratiques de régie interne adoptées au sein de grandes entreprises. C'est le cas notamment de John Robert Verdun qui, en 1994, a demandé à la Banque Toronto-Dominion d'inclure, dans sa circulaire d'information en vue de son assemblée annuelle d'actionnaires, une dizaine de propositions ayant trait à la structure, à la composition et au fonctionnement du conseil d'administration. Ses propositions n'ont pu cependant être soumises au vote des actionnaires, car, au moment de sa demande, ce propriétaire d'actions n'était pas enregistré comme actionnaire dans les registres de la Banque. Plus récemment, les médias ont fait grand état de la croisade entreprise par Yves Michaud qui a soumis une demande semblable aux principales banques canadiennes.

Par ailleurs, contrairement aux institutions financières qui détiennent des investissements importants dans certaines sociétés et qui, par conséquent, peuvent entretenir des relations étroites, continues et souvent officieuses avec celles-ci, les actionnaires individuels peuvent difficilement se faire entendre autrement que par des mécanismes officiels de participation, plus particulièrement par l'exercice de leur droit de vote ou en soumettant des propositions dans les documents de procuration qui leur sont acheminés par la direction des sociétés en vue des assemblées d'actionnaires. Or, comme nous le verrons dans les lignes qui suivent, le mécanisme des propositions d'actionnaires représente certes une tentative légitime de la part du législateur dans le but de démocratiser le processus décisionnel des compagnies, mais cet instrument, envisagé isolément, demeurera à notre avis peu populaire auprès des actionnaires en raison notamment des nombreuses contraintes qui ont pour effet d'en restreindre son utilisation.

2. Un effort de démocratie dans l'entreprise : le mécanisme des propositions d'actionnaires

Dans les sociétés ouvertes, la direction bénéficie d'avantages importants pour contrôler le processus décisionnel de l'entreprise, comparative-ment à la position des actionnaires dont le rôle se confine habituellement à entériner les décisions importantes à caractère structurel et opérationnel soumises par le conseil d'administration. Chargés par la loi de la gestion ou de la supervision des affaires de l'entreprise, les conseils d'administration peuvent décider des questions mises à l'ordre du jour dans des assemblées d'actionnaires et acheminer à ceux-ci, aux frais de la compagnie, des documents bien étoffés en vue d'obtenir les procurations nécessaires pour l'ap-

probation de leurs propositions. En revanche, si des actionnaires souhaitent intervenir, de façon active, dans ce processus décisionnel, ces derniers devront surmonter quelques obstacles majeurs. Notamment, si un actionnaire décide de se présenter en personne lors d'une assemblée pour exprimer son insatisfaction ou pour proposer des changements qui ne correspondent pas aux visées de la direction, une telle initiative se révélera sans doute inutile en raison de l'absence de procurations obtenues au préalable. Vraisemblablement, la direction aura déjà obtenu, avant l'assemblée, tous les votes nécessaires pour l'approbation de ses propositions. Dans ces circonstances, l'actionnaire dissident qui viendrait présenter un point de vue critique au cours de l'assemblée risquerait d'être perçu comme un « trouble-fête » retardant indûment la clôture de celle-ci. Par ailleurs, cet actionnaire pourrait solliciter des procurations auprès de l'ensemble des actionnaires afin de bénéficier d'un avantage similaire à celui de la direction. Mais si celui-ci doit, dans ce cas, payer lui-même les frais de préparation et de diffusion des documents, il sera peu enclin à s'engager dans cette aventure qui peut s'avérer très coûteuse.

Dans le but de réduire cette inégalité et de promouvoir la participation des actionnaires au processus décisionnel des sociétés, la législation canadienne prévoit quelques moyens permettant à un actionnaire de soumettre des questions à ses coactionnaires ou de proposer des changements, et ce, aux frais de la société¹⁷. Notamment, selon la LCSA, un actionnaire détenant un pourcentage minimal d'actions peut exiger des administrateurs la convocation d'une assemblée¹⁸. La loi fédérale prévoit également un mécanisme par lequel un actionnaire d'une société à actionnariat diffus peut demander à celle-ci d'inclure une proposition dans la circulaire de la direction, au moment où cette dernière sollicite des procurations en vue d'une assemblée annuelle¹⁹. La société doit alors joindre à sa circulaire un bref exposé à l'appui de cette proposition²⁰.

Aux fins de la présente étude, notre attention portera plus particulièrement sur ce dernier mécanisme, qui tire sa source de la loi américaine relative aux valeurs mobilières²¹. Introduit au Canada en 1969, ce

17. Voir aussi : R. CRÊTE, *op. cit.*, note 5, pp. 183-187.

18. L.C.S.A., art. 143 (1).

19. L.C.S.A., art. 137.

20. L.C.S.A., art. 137 (3).

21. La règle américaine a été introduite en 1942 par une modification à la *Securities Act of 1934*, Rule X-14A-7 ; voir : *Securities Exchange Act Release*, n° 3347 (18 décembre 1942). Au sujet de l'évolution historique de la règle américaine, voir : U.S. COMMITTEE ON BANKING, HOUSING AND URBAN AFFAIRS, *Staff Report on Corporate Accountability, A Re-Examination of Rules Relating to Shareholder Communications, Shareholder Participation in the Corporate Electoral Process and Corporate Governance Generally*,

mécanisme est apparu pour la première fois dans la loi fédérale sur les compagnies au moment de l'adoption de la réglementation sur la sollicitation des procurations qui visait à promouvoir une meilleure information et participation des actionnaires lors des assemblées²². Avec la réforme du droit des sociétés qui a débuté au milieu des années 70, ce type de disposition fut reproduit dans la *Loi canadienne sur les corporations commerciales*²³ adoptée en 1975, pour ensuite trouver écho dans plusieurs lois provinciales sur les compagnies, de même que dans la *Loi sur les banques*²⁴.

Sur le plan de la rationalité économique, cet outil d'information et de participation des actionnaires peut réduire les problèmes reliés à l'action collective et aux « passagers clandestins », susceptibles de dissuader les initiatives des fournisseurs de capital²⁵. Selon la théorie de l'action collective formulée par Olson, un actionnaire rationnel réalisera une intervention si cette dernière s'avère profitable pour lui au terme d'une analyse coût avantage²⁶. Or, si la société n'était pas tenue de payer les frais reliés à la présentation d'une proposition par un actionnaire, il n'est pas certain que celui-ci serait enclin à prendre une telle initiative en raison des frais qu'il devrait payer, comme ceux associés à la préparation et à la diffusion des documents d'information²⁷. Cette analyse coût avantage pourrait ainsi avoir pour effet de le dissuader d'agir, d'autant plus que son intervention, dans la

96^e Congrès, 2^e session, Washington, U.S. Government Printing Office, 4 septembre 1980, pp. 144-154. Pour un examen de la réglementation américaine, voir aussi : A.R. PALMITER, *loc. cit.*, note 3 ; C. GOFORTH, « Proxy Reform as a Means of Increasing Shareholder Participation in Corporate Governance: Too Little, but not too Late », (1994) 43 *Am. U. L. Rev.* 379 ; J.W. BARNARD, « Shareholder Access to the Proxy Revisited », (1990) 40 *Cath. U. L. Rev.* 37 ; E.A. WELTER, « The Shareholder Proposal Rule: A Change to Certainty », (1992) 60 *Geo. Wash. L. Rev.* 1980 ; D.E. BERGAHL, « Shareholder Proposals and Executive Pay: The SEC Makes a Fundamental Policy Change », (1992) 17 *S. Ill. U. L. J.* 117.

22. *Canada Corporations Act*, 1969-70, c. 70, art. 106H. Débats de la Chambre des communes, vol. 114, 10 novembre 1969, pp. 707-708 (commentaires du ministre). Au sujet de l'évolution historique de la réglementation relative aux procurations, voir R. CRÊTE, *op. cit.*, note 5, pp. 7-13.

23. *Loi canadienne sur les corporations commerciales*, L.C. 1974-75-76, c. 33, art. 131.

24. Six provinces ont adopté une loi semblable à la L.C.S.A : l'Alberta, la Saskatchewan, le Manitoba, l'Ontario, le Nouveau-Brunswick et Terre-Neuve. Pour la *Loi sur les banques*, voir L.C. 1991, c. 46, art. 143, 144.

25. A.R. PALMITER, *loc. cit.*, note 3, 895.

26. M. OLSON, *The Logic of Collective Action: Public Goods and the Theory of Groups*, 2^e éd., Cambridge, Harvard University Press, 1971, pp. 23, 24. Olson désigne cet avantage comme un « bien collectif » ; R. HARDIN, *Collective Action*, Baltimore, John Hopkins University Press, 1982, pp. 16-22 ; P. MANN, *L'action collective*, Paris, Armand Colin, 1991, pp. 61-66.

27. A.F. CONARD, « Beyond Managerialism: Investor Capitalism », (1988) 22 *J. L. Reform* 117, 146 ; P. MANN, *loc. cit.*, note 26, 62.

mesure où il décide d'agir seul, profitera du même coup à ses coactionnaires. En tant que « passagers clandestins », ces derniers recevront une partie des bénéfices, mais sans en supporter le coût²⁸.

Dans la prise en considération des bénéfices et du coût potentiel reliés à ce type d'intervention, l'actionnaire sera également placé devant le phénomène de l'apathie qui caractérise de façon générale le comportement des actionnaires, principalement ceux qui ne détiennent pas des investissements importants dans l'entreprise²⁹. En raison de la tendance marquée de ceux-ci à appuyer la direction des sociétés à l'occasion des assemblées, l'actionnaire pourrait alors douter de la rentabilité de son intervention s'il envisage le rejet de sa proposition par l'ensemble des actionnaires. En ce sens-là, le mécanisme des propositions se voulait un outil de démocratie au sein de l'entreprise en donnant la possibilité à un actionnaire de communiquer avec ses coactionnaires pour leur soumettre des questions ou des propositions aux frais de la société³⁰.

3. Une réglementation teintée de méfiance à l'égard des actionnaires minoritaires

Même si l'on reconnaît l'objectif louable poursuivi par le législateur en introduisant le mécanisme des propositions, un bref examen de la réglementation permet de constater que la voix des actionnaires minoritaires ne peut s'exprimer qu'à certaines conditions et dans un cadre bien limité. Cette réglementation prévoit en effet une série de conditions de fond et de forme qui, à juste titre, visent à prévenir les abus, mais qui traduisent aussi, par la même occasion, une certaine méfiance à l'égard des actionnaires minoritaires³¹.

Parmi les conditions de forme, la loi impose un maximum de 200 mots pour la présentation de l'exposé à l'appui de la proposition soumise par l'actionnaire, alors que la direction peut répliquer à celle-ci sans être

28. L'expression « passager clandestin » est la traduction de l'expression anglaise *free rider* employée en économie pour désigner les personnes qui bénéficient d'un service collectif sans participer à son financement. Voir A. BEITONE *et al.*, *Dictionnaire des sciences économiques*, Paris, Armand Colin, 1991, p. 232.

29. Au sujet de l'apathie des actionnaires, voir : A.A. BERLE et G.C. MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, New York, The MacMillan Co., 1968, pp. 66, 67 (1^{re} éd. : 1932) ; A. CHAYES, « The Modern Corporation and the Rule of Law », dans E.S. MASON (dir.), *The Corporation in Modern Society*, Cambridge, Harvard University Press, 1960, p. 25, aux pages 40-41 ; A.R. PALMITER, *loc. cit.*, note 3, 895, 896.

30. R.W.V. DICKERSON, L. GETZ et J.L. HOWARD, *Propositions pour un nouveau droit des corporations commerciales canadiennes*, t. I : « Commentaires », Ottawa, Information Canada, 1971, n° 276, p. 105.

31. R. CRÊTE, *op. cit.*, note 5, pp. 196-234.

assujettie à une limite semblable³². De plus, la société peut refuser d'inclure une proposition si celle-ci ne lui a pas été « soumise au moins 90 jours avant l'expiration d'un délai d'un an à compter de la dernière assemblée annuelle » ou si « une proposition à peu près identique figurant dans une circulaire de la direction ou dissidente sollicitant des procurations, a été soumise aux actionnaires et rejetée dans les deux ans précédant la réception de la demande »³³. La société peut également refuser d'inclure une proposition si, au cours des deux ans précédant la demande, l'actionnaire a omis de présenter, à l'assemblée, une proposition diffusée dans la circulaire de la direction³⁴. Dans le cas plus particulier où un actionnaire envisage de soumettre des candidatures en vue de l'élection des administrateurs, la loi exige qu'il détienne au moins 5 p. 100 des actions³⁵.

La méfiance du législateur à l'égard des actionnaires minoritaires s'exprime aussi par un contrôle du contenu des propositions. La société peut ainsi refuser d'inclure une proposition s'« il apparaît nettement que la proposition a pour objet principal soit de faire valoir, contre la société ou ses administrateurs, dirigeants ou les détenteurs de ses valeurs mobilières, une réclamation personnelle ou d'obtenir d'eux la réparation d'un grief personnel, soit de servir des fins générales d'ordre économique, politique, racial, religieux, social ou analogue³⁶ ». La société pourra faire de même si l'actionnaire abuse de ses droits dans un but de publicité³⁷. La réglementation prévoit donc un ensemble de motifs d'exclusion dont certains sont rédigés en termes assez larges et qui peuvent restreindre de façon significative l'accès à ce mécanisme. Qui plus est, face au refus de la direction d'inclure une proposition, la position de l'actionnaire ne sera guère avantageuse, car il devra, à ses frais, s'adresser au tribunal pour contester cette exclusion³⁸.

Or, avant la décision rendue dans l'affaire *Michaud*, il faut noter que l'interprétation donnée par les tribunaux dans les cas de contestation n'a guère facilité la tâche des actionnaires minoritaires. Dans les quelques rares décisions qui ont porté sur l'utilisation du mécanisme des propositions, les tribunaux ont tous refusé aux actionnaires minoritaires l'accès aux documents de la direction pour des motifs de procédure ou de fond³⁹. Dans les

32. L.C.S.A., art. 137 (3).

33. L.C.S.A., art. 137 (5) (a), (d).

34. L.C.S.A., art. 137 (5) (c).

35. L.C.S.A., art. 137 (4).

36. L.C.S.A., art. 137 (5) (b).

37. L.C.S.A., art. 137 (5) (e).

38. L.C.S.A., art. 137 (8).

39. *Verdun c. Toronto-Dominion Bank*, [1996] 3 R.C.S. 550; (1996) 139 D.L.R. (4th) 415; *Greenpeace Foundation of Canada c. Inco Ltd.*, précité, note 9; *Re Varsity Corp. c. Jesuit Fathers of Upper Canada*, précité, note 10; *Cappuccitti c. Bank of Montreal*,

affaires *Greenpeace Foundation c. Inco*⁴⁰ et *Verdun c. La Banque Toronto-Dominion*⁴¹, les tribunaux leur ont refusé cet accès sur la base du statut d'actionnaire, plus particulièrement au motif que les requérants, tout en étant de véritables propriétaires d'actions, n'étaient pas des détenteurs inscrits dans les registres de la société à la date de référence fixée par cette dernière. Comme motif subsidiaire invoqué dans la décision *Greenpeace Foundation*, où le groupe Greenpeace demandait l'inclusion d'une proposition visant l'implantation de mesures antipollution par la compagnie Inco, la Cour a rejeté cette requête en faisant valoir le caractère similaire de cette proposition avec une proposition soumise antérieurement par le même groupe. Sur le fond, le tribunal considéra également que la proposition du groupe Greenpeace pouvait être exclue, car, à son avis, elle servait principalement à promouvoir des fins générales d'ordre social, soit la promotion d'une cause environnementale par la réduction des pluies acides. Un motif similaire a également été soulevé dans la décision *Varity Corp. and Jesuit Fathers of Upper Canada*⁴² pour exclure une proposition soumise par une organisation religieuse qui recommandait à la compagnie Varity de cesser de faire affaire en Afrique du Sud. De l'avis du tribunal, il s'agissait là d'une proposition qui visait principalement l'abolition de l'apartheid et dont l'exclusion était permise en vertu de la loi fédérale. Néanmoins, malgré cette décision du tribunal ontarien, la compagnie Varity a été tenue d'inclure cette proposition dans sa circulaire de procuration, car, étant également assujettie à la réglementation américaine sur les valeurs mobilières, la *Securities and Exchange Commission* (SEC) avait ordonné l'inclusion⁴³.

Même si la loi canadienne s'inspirait au départ de la réglementation américaine, il est étonnant de constater, à la lecture de cette jurisprudence embryonnaire, que les tribunaux d'ici n'ont pas jugé opportun d'analyser les sources jurisprudentielles américaines qui sont extrêmement riches en cette matière. Notamment dans les affaires *Greenpeace Foundation* et *Varity*, une étude comparative aurait permis de voir que des décisions importantes rendues aux États-Unis avaient déjà donné une interprétation favorisant

(1989) 46 B.L.R. 255 (Ont. H.C.) (à la suite d'une contestation par un actionnaire de l'exclusion de sa proposition par la Banque de Montréal, la High Court de l'Ontario a rejeté la requête de l'actionnaire au motif que sa proposition visait principalement à faire valoir un grief personnel).

40. *Greenpeace Foundation of Canada c. Inco Ltd.*, précité, note 9.

41. *Verdun c. Toronto-Dominion Bank*, précité, note 39.

42. *Re Varity Corp. and Jesuit Fathers of Upper Canada*, précité, note 10.

43. « Small Victories Encourage Shareholder Activism », *Catholic New Times* (9 février 1997) 12.

l'inclusion des propositions d'actionnaires à caractère politique et social⁴⁴. Dans l'ensemble donc, avant l'affaire *Michaud*, les actionnaires qui désiraient utiliser le mécanisme des propositions pouvaient difficilement trouver dans la jurisprudence canadienne des précédents utiles qui auraient pu les guider dans leurs démarches afin de remettre en question certaines politiques des sociétés lors des assemblées et de communiquer à cette fin avec leurs coactionnaires.

Dans le processus de révision de la *Loi canadienne sur les sociétés par actions*, les autorités gouvernementales étudient actuellement l'opportunité de modifier la réglementation concernant le mécanisme des propositions en tenant compte des critiques exprimées à ce sujet⁴⁵. Plusieurs options sont envisagées, dont certaines auraient pour effet de libéraliser le recours à ce mécanisme, notamment en réduisant les motifs pour lesquels une société peut exclure une proposition. Cependant, aucune recommandation précise n'a encore été soumise.

4. Les propositions d'un « simple actionnaire » sous le feu des projecteurs : l'affaire *Michaud*

Au cours des deux dernières années, Yves Michaud a réussi à soumettre une série de propositions à l'attention des actionnaires de la plupart des grandes banques canadiennes. Cette affaire a été largement médiatisée, plus particulièrement à la suite du jugement de la Cour supérieure rendu en 1997 ordonnant à la Banque Royale et à la Banque Nationale d'inclure, dans la circulaire de la direction, des propositions visant notamment à limiter la rémunération des dirigeants et à assurer l'indépendance des membres du conseil d'administration⁴⁶.

Ce jugement constitue une première au Canada, car aucun tribunal, à notre connaissance, n'avait encore statué sur le sort des propositions soumises par un actionnaire en matière de régie interne. De même, aucun tribunal n'avait jusqu'ici donné gain de cause à un actionnaire qui contestait le refus d'une société d'inclure des propositions dans ses documents d'assemblée. Quelque peu ébranlé par cette décision, l'*establishment* financier canadien a craint que ce précédent n'entraîne une avalanche de propositions

44. Ce fut le cas, entre autres, dans la décision *Medical Committee for Human Rights v. SEC*, précitée, note 5. Plus généralement, pour une analyse de la jurisprudence dans l'interprétation de la réglementation fédérale du mécanisme de propositions, voir les articles précités à la note 21.

45. INDUSTRIE CANADA, *La Loi canadienne sur les sociétés par actions*, document de consultation, propositions d'amendements de nature technique supplémentaires, Ottawa, Industrie Canada, juillet 1996, pp. 19-29.

46. *Michaud c. Banque Nationale du Canada*, précité, note 1.

de la part des actionnaires minoritaires⁴⁷. Compte tenu de l'importance de ce jugement, il convient donc d'en rappeler brièvement les motifs et les conclusions pour ensuite évaluer son impact potentiel.

Dans sa requête fondée sur les dispositions de la *Loi sur les banques*⁴⁸, Yves Michaud contestait le refus de la Banque Nationale et de la Banque Royale d'inclure dans leur circulaire de procuration cinq propositions qu'il avait soumises en vue des prochaines assemblées annuelles de ces institutions. M. Michaud proposait de limiter la rémunération globale du plus haut dirigeant, de mettre fin au programme d'endettement des administrateurs, des hauts dirigeants et des dirigeants supérieurs autrement qu'en vertu des programmes d'achat de titres, de désigner le président du conseil d'administration parmi les membres du conseil ne faisant pas partie du personnel de la banque, de rendre inéligible à titre de membre du conseil d'administration toute personne liée à la banque en sa qualité de prestataire de service et, enfin, de limiter le mandat des membres du conseil d'administration, autres que les dirigeants de la banque, à un maximum de dix années consécutives.

Cette demande qui bouleversait ainsi l'ordre établi allait provoquer une sérieuse riposte de la part des banques qui se sont opposées à l'inclusion des propositions décrites ci-dessus. Pour justifier leur refus, les banques invoquaient que M. Michaud n'était pas motivé par l'intérêt d'un actionnaire authentique, celui-ci ne détenant qu'un investissement minime de quelques actions⁴⁹. Sur la base des dispositions de la *Loi sur les banques*, elles prétendaient également que les propositions avaient pour objet principal « de servir des fins générales d'ordre économique, politique, [...] social ou analogue » et de faire valoir « une réclamation personnelle ou d'obtenir la réparation d'un grief personnel »⁵⁰. Enfin, les banques alléguaient que le requérant exerçait ses droits « abusivement aux fins de publicité »⁵¹.

Il n'en fallait pas tant pour que, face à cette impressionnante contestation, le tribunal opte pour la cause du « petit actionnaire » dans sa bataille contre « Goliath ». La juge Rayle, qui accueillit la requête de M. Michaud en première instance, réfuta la plupart des arguments soumis par les banques, et ce, dans une décision empreinte de bon sens et rédigée dans un langage très évocateur.

47. « Today the Banks ; Tomorrow... », *Globe and Mail* (édition nationale du 5 mars 1997), cité dans B.R. CHEFFINS, *loc. cit.*, note 1, n° 123, 45.

48. *Loi sur les banques*, précitée, note 24.

49. *Michaud c. Banque Nationale du Canada*, précité, note 1, 550.

50. *Ibid.*

51. *Ibid.*

Avec une pointe d'ironie à l'égard du comportement des banques, voici comment elle résume l'ensemble de la contestation présentée par ces institutions. « Somme toute », écrit-elle, « on reproche à M. Michaud de ne pas se comporter en actionnaire traditionnel, de ne pas être véritablement intéressé aux affaires de « sa » banque et d'être plutôt mû par le désir tapageur de contester la façon de faire du monde financier⁵² ». De l'avis des banques intimées, comme elle le rapporte, la démarche de cet actionnaire n'est pas motivée par le désir de maximiser le rendement de son investissement. Ce dernier devrait se limiter à prendre la parole à l'assemblée annuelle ou s'adresser à un comité des actionnaires créé par les banques pour assurer la liaison avec l'actionnariat, plutôt que d'utiliser « le processus encombrant de l'article 143⁵³ ».

Loin de partager cette vision qu'elle qualifie comme « une attitude bien paternaliste qui ne reflète pas la réalité d'aujourd'hui », la juge considère, au contraire, que M. Michaud a l'intérêt suffisant pour intenten son recours et que le refus des banques d'inclure les propositions de celui-ci lui causera un préjudice tant général que particulier⁵⁴. Ce refus privera cet actionnaire du seul moyen dont il dispose pour communiquer avec ses coactionnaires et pour proposer « des initiatives de gestion qui, selon lui, favoriseront une plus grande transparence dans la régie de l'entreprise, une réduction de dépenses par la limitation de bénéfices et émoluments jugés excessifs, et une amélioration de l'objectivité des membres du conseil d'administration, et donc de qualité de ses décisions⁵⁵ ».

Par une interprétation restrictive des motifs d'exclusion prévus dans la loi, la juge réfute l'argument des intimées voulant que les propositions de M. Michaud aient pour objet principal de faire valoir une réclamation personnelle ou encore de servir des fins autres que la gestion de l'entreprise. Même si cet actionnaire, dans le passé, a exprimé ses doléances contre certaines institutions financières, y compris la Banque Nationale, à la suite de pertes subies lors de la déconfiture de General Trustco, la Cour n'entend pas le soumettre à un procès d'intention, en soulignant que le motif d'exclusion relatif au grief personnel doit s'interpréter de manière objective et non subjective⁵⁶. En réponse aux autres prétentions des intimées, la Cour rejette également l'argument selon lequel le requérant exercerait ses droits de

52. *Id.*, 551.

53. *Ibid.*

54. *Ibid.*

55. *Id.*, 552.

56. *Id.*, 555, 556.

façon abusive, même si elle admet que celui-ci recherche la publicité en tentant d'obtenir l'appui de ses pairs⁵⁷.

En réfutant les arguments présentés par les banques, la Cour n'hésite pas à faire ressortir l'objectif de démocratie au sein de l'entreprise qui sous-tend cette loi. Comme elle le souligne : « le législateur a voulu que cette assemblée annuelle soit celle des actionnaires et non celle des dirigeants ou des administrateurs. La portée des articles est large, leur but est de favoriser la participation des actionnaires, et ils devront être interprétés en conséquence⁵⁸ ». Cette interprétation libérale amène ainsi le tribunal à reconnaître à un actionnaire comme M. Michaud « le droit de saisir l'assemblée de ses pairs de toute proposition pertinente, au-delà du seul menu offert par les dirigeants⁵⁹ ».

La Cour n'a pas jugé bon, par ailleurs, de se demander si les actionnaires peuvent ainsi soumettre toute proposition qui, tout en étant pertinente, relève des pouvoirs de gestion conférés au conseil d'administration, notamment en matière de rémunération des dirigeants. À titre d'exemple, dans l'hypothèse où un actionnaire propose une action précise relevant de ces pouvoirs de gestion, comme en matière de déclaration de dividendes ou d'émission d'actions, la question est de savoir si la direction pourrait s'opposer à l'inclusion d'une telle proposition. À cet égard, il aurait été intéressant que la Cour, dans l'affaire *Michaud*, poursuive son raisonnement et s'interroge plus particulièrement sur l'inclusion de la proposition visant à limiter la rémunération de la haute direction.

Pour les actionnaires des grandes sociétés, ce jugement représente certes un précédent important qui fait écho aux efforts entrepris par le législateur, il y a une trentaine d'années, pour promouvoir la participation des actionnaires au processus décisionnel des entreprises. Devant un appui aussi clair en faveur de l'exercice des droits des actionnaires, il n'est pas surprenant que cette décision ait eu une telle résonance auprès des médias et du public canadiens qui soulignaient la victoire d'un « simple citoyen », d'un « simple actionnaire » contre l'*establishment* financier et la possibilité pour les « petits actionnaires » de jeter un regard critique sur la haute direction des banques⁶⁰. En revanche, on peut concevoir que ce jugement

57. *Id.*, 556.

58. *Id.*, 555.

59. *Id.*, 554.

60. Voir : R. DUTRISAC, « Seul contre les banques », *Le Devoir* (13 janvier 1997) A1 ; Y. BOISVERT, « Yves Michaud a gain de cause contre les banques », *La Presse* (10 janvier 1997) C1 ; G. BÉRUBÉ, « Yves Michaud l'emporte contre les banques », *Le Devoir* (10 janvier 1997) A1 ; « Victoire d'Yves Michaud sur les banques », *Le Soleil* (10 janvier 1997) A1 ; S. RUBIN, « Shareholder Revolt Unleashed, Activists Claim », *Financial Post Daily* (5 mars 1997) 5.

ait pu susciter des inquiétudes auprès des dirigeants et des conseillers des grandes sociétés. Ceux-ci pouvaient craindre notamment que cette décision n'entraîne une augmentation importante de propositions soumises par les actionnaires. Tout en reconnaissant la portée du message véhiculé dans cette décision et le vif intérêt que celle-ci a suscité, nous ne croyons pas qu'il y aura un recours significatif à ce mécanisme de participation des actionnaires.

5. L'impopularité du mécanisme des propositions d'actionnaires

Depuis son introduction au Canada, il y a près de 30 ans, le mécanisme des propositions d'actionnaires demeure encore aujourd'hui une « curiosité » dans le paysage des compagnies. Même s'il n'existe pas d'études statistiques établissant le nombre de propositions soumises, quelques indices permettent de croire que celui-ci est très peu utilisé comparativement à l'utilisation du mécanisme semblable au sud de la frontière⁶¹. Plusieurs facteurs peuvent expliquer cette relative impopularité du mécanisme. Comme nous l'avons mentionné précédemment, le phénomène de l'apathie des actionnaires est certes un facteur important qui risque d'en décourager plusieurs. En effet, même si la direction est tenue de payer les frais de communication entre actionnaires, il reste que la rentabilité de ce type d'intervention demeure toujours aléatoire en raison de la tendance marquée des actionnaires à appuyer la direction des sociétés à l'occasion des assemblées.

Il faut également noter que les propositions d'actionnaires soumises par ce moyen officiel de participation peuvent être facilement perçues comme une dénonciation publique par un actionnaire insatisfait de la direction d'une société. Or, au Canada, ce genre de confrontation est peu prisé par les gens d'affaires en raison des liens étroits qui existent dans cette communauté « tissée serrée ». Même parmi les investisseurs institutionnels, dont les manifestations d'activisme ont été plus fréquentes au cours des quinze dernières années, on observe que plusieurs privilégient les interventions discrètes effectuées dans un esprit de collaboration avec les entreprises plutôt que les actions de nature conflictuelle. Les gestionnaires de portefeuille veulent, en effet, éviter d'être perçus comme des fauteurs de troubles qui s'immiscent inopportunément dans les affaires des entreprises⁶².

61. C. McCALL et R. WILSON, « Shareholder Proposals, Why Not in Canada », *Corporate Governance Review*, vol. 5, n° 1, janvier 1993, pp. 12-15.

62. R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, *loc. cit.*, note 2, 928-933.

Dans l'ensemble, il est certain que les démarches entreprises au cours des deux dernières années par M. Michaud et toute la publicité qui a entouré cette affaire auront eu pour effet d'attirer l'attention du milieu des affaires sur un mécanisme de participation des actionnaires, qui était, jusque-là, demeuré relativement peu connu, mais, à notre avis, il est peu probable que l'accent mis sur ce mécanisme engendre, à l'avenir, une augmentation considérable du nombre de propositions soumises par des actionnaires. Par ailleurs, comme nous le verrons dans les lignes qui suivent, cette affaire aura eu un impact important en ce sens qu'elle aura suscité un débat public sur des questions de régie d'entreprise et aura amené les institutions bancaires et leurs actionnaires à prendre position face à ces questions.

6. L'effet catalyseur de l'affaire Michaud

Depuis la mise en place du mécanisme des propositions au Canada, on constate que l'appui donné aux quelques propositions soumises par des actionnaires n'a cessé de croître. À titre d'exemple, au début des années 80, le soutien accordé aux propositions soumises à la compagnie Alcan et à quelques grandes banques canadiennes concernant leurs activités en Afrique du Sud était relativement peu important, oscillant entre 2,3 et 8,8 p. 100, alors que cet appui grimpa à 14,7 p. 100, en 1987, en faveur d'une proposition semblable soumise lors de l'assemblée annuelle de la compagnie Varity⁶³. Plus récemment, à l'occasion de la croisade menée par Yves Michaud, certaines des propositions soumises par ce dernier ont reçu des appuis considérables, notamment celle proposant le vote distinct pour les candidats au conseil d'administration qui a reçu le soutien de près de 50 p. 100 des voix au cours des assemblées annuelles tenues respectivement par la Banque Nationale et la Banque Royale, de même que l'appui de plus de 30 p. 100 des voix aux assemblées respectives de la Banque de Montréal, de la Banque Canadienne Impériale de Commerce (CIBC), de la Banque Toronto-Dominion et de la Banque de la Nouvelle-Écosse en 1998⁶⁴. Pour

63. R. CRÊTE, *op. cit.*, note 5, p. 193 ; « Small Victories Encourage Shareholder Activism », *Catholic New Times* (9 février 1997) 12.

64. Dans un message électronique destiné à l'auteur de cet article, M. Yves Michaud a fourni les résultats suivants : la proposition aurait reçu l'appui de 49,4 p. 100 des voix lors de l'assemblée tenue à la Banque Royale, de 47,5 p. 100 à la Banque Nationale, de 37,4 p. 100 à la CIBC, de 33 p. 100 à la Banque de Montréal et de 31,6 p. 100 à la Banque de la Nouvelle-Écosse. Au sujet des résultats des votes, voir : F. NORMAND, « Une proposition de Michaud trouve son chemin », *Le Devoir* (12 mars 1998) B2 ; R. BLACKWELL, « Michaud Makes his Mark at CIBC Meeting », *Financial Post Daily* (23 janvier 1998) 1, 2 ; R. BLACKWELL, « Verdun Wants TD Annual Meeting Annulled », *Financial Post Daily* (2 février 1998) 5 ; J. VARDY, « Scotiabank Preaches Joys of Independence », *Financial Post Daily* (28 janvier 1998) 5.

la même année, la proposition visant à réserver aux femmes le tiers des sièges au conseil d'administration à compter de l'an 2000 a reçu l'approbation de 48,06 p. 100 des voix à l'assemblée annuelle de la Banque Laurentienne⁶⁵. Pour sa part, la proposition visant à séparer les postes de président du conseil d'administration et de chef de la direction a recueilli, en 1997, des votes favorables dans une proportion respective de 27 et de 17,2 p. 100 lors des assemblées annuelles de la Banque Nationale et de la Banque Royale, et dans une proportion de 25,5 p. 100 à l'assemblée tenue en 1998 par la CIBC⁶⁶.

Comme le démontrent les récentes initiatives entreprises par Yves Michaud, les actionnaires des grandes banques canadiennes ont manifesté un intérêt très marqué à l'égard de certaines questions touchant la régie d'entreprise. Ce regard critique porté sur la place publique a ainsi forcé la direction de ces institutions à prendre position et a même incité certaines d'entre elles à modifier leurs façons de faire, bien qu'aucune des propositions soumises n'ait reçu l'appui officiel de la majorité des voix des actionnaires. Tel fut le cas, notamment, lorsque la Banque Nationale a décidé d'adopter le processus du vote distinct pour les prochaines élections des membres de son conseil d'administration, de même que lorsque la direction de la Banque Laurentienne a donné son appui à la proposition visant à réserver aux femmes le tiers des sièges au conseil d'administration à compter de l'an 2000⁶⁷.

Dans ce genre de débat, on note également que la présence d'investisseurs institutionnels relativement puissants au sein de l'actionnariat constitue une force sur laquelle les actionnaires minoritaires peuvent miser. À titre d'exemple, dans l'affaire *Michaud*, les investisseurs institutionnels ont représenté une cible de choix en vue d'obtenir leur appui, puisque certains d'entre eux avaient déjà exprimé des préoccupations semblables à celles véhiculées par Yves Michaud en matière de régie d'entreprise. Plus particulièrement, au cours des années 90, les institutions publiques comme la Caisse de dépôt et placement du Québec, l'Ontario Teachers' Pension Plan Board (Teachers) et l'Ontario Municipal Employees Retirement System

65. C. TURCOTTE, « La proportion de femmes augmentera au conseil », *Le Devoir* (4 mars 1998) B5.

66. La proposition se lisait comme suit : « Il est proposé que le président du conseil d'administration soit désigné parmi les membres du conseil ne faisant pas partie du personnel de la banque. » Reproduite dans *Michaud c. Banque Nationale du Canada*, précité, note 1, 549. Au sujet des résultats du vote lors des assemblées d'actionnaires, voir R. DUTRISAC, « Les actionnaires de la BN se montrent sensibles aux arguments d'Yves Michaud », *Le Devoir* (13 mars 1997) A1 ; J. PARTRIDGE, « Royal Bank Voters Reject Activist's Ideas », *Globe and Mail* (6 mars 1997) B1.

67. F. NORMAND, *loc. cit.*, note 64 ; C. TURCOTTE, *loc. cit.*, note 65.

(OMERS) ont chacune adopté et diffusé une politique exposant leurs principes en matière de régie d'entreprise, notamment sur la structure et la composition des conseils d'administration et sur la rémunération des dirigeants⁶⁸. Des principes semblables ont également trouvé écho dans le rapport de la Bourse de Toronto publié en 1994, et dont Yves Michaud s'est inspiré pour la préparation des propositions qu'il a soumises aux grandes banques⁶⁹. Cette intervention auprès des banques a d'ailleurs donné l'occasion à des intermédiaires, comme la Caisse de dépôt et placement du Québec, OMERS et Fairvest Securities, de réitérer leur position en matière de régie d'entreprise et d'approuver certaines des propositions soumises par Yves Michaud⁷⁰.

En raison de leur position névralgique au sein de l'actionnariat, les investisseurs institutionnels représentent des arbitres importants qui, sans nécessairement intervenir publiquement dans ce genre de débat, peuvent transmettre à la direction les messages qu'ils croient opportuns⁷¹. Et même si les actionnaires qui soumettent une proposition n'obtiennent pas un appui officiel de ces gestionnaires de portefeuille, il reste que, dans la mesure où la direction des sociétés peut craindre une oreille attentive et sympathique de la part de ces derniers face à des demandes semblables à celles de M. Michaud, celle-ci sera plus encline à réévaluer ses politiques et ses pratiques en tenant compte des suggestions qui lui sont présentées.

Conclusion

En droit des sociétés, la législation assigne généralement aux conseils d'administration et aux dirigeants des sociétés la tâche de gérer les affaires de l'entreprise, tout en conférant aux actionnaires un droit de regard pour surveiller l'exercice de ces pouvoirs de gestion. À cette fin, elle impose

68. Voir les politiques suivantes : CAISSE DE DÉPÔT ET PLACEMENT DU QUÉBEC, *op. cit.*, note 14 ; ONTARIO MUNICIPAL EMPLOYEES RETIREMENT SYSTEM, *op. cit.*, note 14 ; ONTARIO TEACHERS' PENSION PLAN BOARD, *op. cit.*, note 14.

69. Michaud c. Banque Nationale du Canada, précité, note 1, 549.

70. Au sujet des réactions des investisseurs institutionnels concernant les initiatives prises par Yves Michaud en 1998, voir : R. BLACKWELL, « Michaud Makes his Mark at CIBC Meeting », *loc. cit.*, note 64 ; R. RICHARD, « Michaud Gains Ground ; Institutions Indicate Growing Support for Splitting Top Bank Jobs », *Financial Post Daily* (20 janvier 1998) 5 ; « Pension Fund Wants Corporate Ranking Based on Governance », *Canadian Press* 1998, 18 mars 1998 (Quicklaw). Concernant les réactions semblables en 1997, voir J. BENOIT, « Banque Laurentienne : le débat n'a pas eu lieu », *La Presse* (5 mars 1997) D1 ; R. DUTRISAC, *loc. cit.*, note 66 ; K. LEGER, « Laurentian Rights Vote Fizzles », *Financial Post Daily* (5 mars 1997) 4.

71. Sur le comportement des investisseurs institutionnels, voir R. CRÊTE et S. ROUSSEAU, *loc. cit.*, note 2 ; « Pension Fund Wants Corporate Ranking Based on Governance », *loc. cit.*, note 70.

diverses obligations visant à informer les actionnaires au sujet des activités de l'entreprise, de même qu'elle prévoit des mécanismes de participation, comme la possibilité de soumettre des propositions et de voter aux assemblées. Dans la réalité des sociétés de grande envergure, il n'est pas certain, par ailleurs, que les actionnaires manifestent un intérêt particulier pour l'exercice de ces pouvoirs de surveillance. S'ils sont insatisfaits de la conduite des affaires d'une compagnie, les fournisseurs de capital, selon une perception largement répandue, préféreront vendre leurs actions plutôt que de tenter d'influencer la direction de l'entreprise visée.

Par ailleurs, au cours des deux dernières décennies, le milieu des affaires a été témoin de diverses formes d'activisme au sein de l'actionnariat des sociétés canadiennes. Notamment, avec la croissance économique considérable des investisseurs institutionnels, qui a modifié de façon significative la structure de l'actionnariat des compagnies, plusieurs institutions ont délaissé l'attitude passive qu'elles avaient traditionnellement manifestée pour adopter une approche de plus en plus interventionniste afin de protéger les intérêts des actionnaires et d'améliorer le rendement des entreprises. Dans la foulée des efforts entrepris par ces investisseurs institutionnels, quelques actionnaires individuels, malgré leur pouvoir économique souvent limité, sont également intervenus pour remettre en question certaines pratiques de régie interne adoptées au sein de grandes entreprises. La bataille menée par Yves Michaud depuis deux ans est une manifestation importante de cet activisme. Après sa victoire devant les tribunaux contre quelques institutions bancaires canadiennes, cet actionnaire a été en mesure, lors des assemblées annuelles tenues par la plupart des grandes banques canadiennes, de soumettre des propositions visant notamment à limiter la rémunération des dirigeants et à modifier la composition des conseils d'administration et le mode d'élection de ses membres.

Cette affaire a ainsi mis en évidence l'utilité du mécanisme des propositions d'actionnaires qui, jusqu'à maintenant, était demeuré un outil de participation relativement peu populaire. En raison de l'attention considérable que cet épisode a suscitée, plus particulièrement à la suite du jugement rendu en faveur de M. Michaud, il n'est pas surprenant que certains aient craint que ce type d'intervention n'entraîne une avalanche de propositions de la part des actionnaires. Or, à notre avis, il est peu probable que ces initiatives aient pour effet d'accroître de façon importante le recours à ce mécanisme de participation. Dans le marché canadien, qui est caractérisé par une forte concentration de l'actionnariat, ce genre de confrontation est peu prisé par les gens d'affaires en raison des liens étroits qui existent dans cette communauté relativement petite. Même parmi les investisseurs institutionnels, dont les manifestations d'activisme ont été plus fréquentes au

cours des quinze dernières années, on observe que plusieurs privilégient les interventions officieuses et discrètes auprès des entreprises.

Par ailleurs, nous croyons que l'affaire *Michaud* aura eu néanmoins un impact important en ce qu'elle a amené tant la direction que les actionnaires des principales institutions bancaires à prendre position sur des questions importantes de régie d'entreprise et, pour certaines, à modifier leurs façons de faire en ce domaine. Dans l'avenir, même si des actions semblables à celles entreprises par Yves Michaud par l'entremise du mécanisme des propositions devaient demeurer des cas isolés, il y a lieu de penser que ce regard critique porté sur la place publique servira de catalyseur pour d'autres formes d'activisme. À long terme, de telles initiatives pourront également entraîner un changement graduel mais significatif dans les politiques et les pratiques des sociétés en matière de régie d'entreprise. La question restera maintenant à savoir si les changements proposés sont opportuns ou utiles dans la perspective des intérêts à long terme des actionnaires, ce qui est loin de faire l'unanimité chez les observateurs.