

---

# *De la passivité à l'activisme des investisseurs institutionnels au sein des corporations : le reflet de la diversité des facteurs d'influence*

---

**Raymonde Crête et Stéphane Rousseau\***

---

Les investisseurs institutionnels sont les participants les plus importants du marché des valeurs mobilières canadien. Ils détiennent une portion importante des actions des corporations publiques et remplacent progressivement les épargnants individuels comme principaux actionnaires de celles-ci.

La transformation de l'actionnariat des corporations publiques s'accompagne d'un plus grand activisme des investisseurs institutionnels dans la régie d'entreprise. Leur activisme est toutefois un phénomène complexe en raison de la diversité des institutions en présence, des facteurs susceptibles d'influencer leur comportement, des différents modes d'intervention utilisés et des objectifs poursuivis.

Deux principales thèses sont avancées dans la littérature pour expliquer l'activisme ou la passivité des investisseurs institutionnels. D'une part, la thèse de la surréglementation soutient que des contraintes réglementaires importantes limitent l'interventionnisme des investisseurs auprès des entreprises et les incitent à conserver une attitude passive. D'autre part, des auteurs font valoir que ce sont plutôt des entraves de nature économique et organisationnelle qui freinent l'activisme des investisseurs institutionnels.

La présente étude rend compte de la complexité de l'activisme des investisseurs institutionnels et contribue à une meilleure compréhension des facteurs qui influencent leur comportement. Les auteurs examinent ce phénomène au regard des contraintes et des incitatifs identifiés par la littérature en utilisant des données recueillies lors d'entrevues effectuées auprès d'investisseurs institutionnels canadiens, ainsi que des données issues de recherches antérieures. Cette analyse jette un regard critique sur les facteurs d'influence et permet ainsi de mieux apprécier la valeur explicative des thèses avancées jusqu'ici.

Institutional investors are the most important participants in Canada's securities markets. They hold significant stakes in public companies and are gradually displacing individual investors as their main shareholders.

This transformation in the ownership of public companies is coupled with a greater activism by institutional investors in corporate management. Their activism is however a complex phenomenon due to the diversity of institutions on the scene, the range of factors that influence their behaviour, and the differences in both chosen methods of intervention and objectives sought.

Two main theses exist in the literature to explain the activism or passivity of institutional investors. On the one hand, the thesis of overregulation maintains that regulatory constraints limit the intervention of institutions and encourage them to remain passive. On the other hand, some authors argue that it is economic and organizational barriers that curb the activism of institutional investors.

This study describes the complexities of institutional-investor activism and seeks to contribute to a better understanding of the factors that influence institutional investors' behaviour. The authors scrutinize the various barriers and incentives to activism identified in the literature against data gathered from interviews with Canadian institutional investors and data from earlier studies. Their analysis permits a critical evaluation of these factors and of the explicative value of the theses forwarded to date.

---

\* Raymonde Crête, Professeure, Faculté de droit, Université Laval. Stéphane Rousseau, Étudiant au doctorat, Faculté de droit, Université de Toronto. Les auteurs expriment toute leur reconnaissance aux représentants des différents investisseurs institutionnels et des organismes intermédiaires qui ont accepté de participer aux entrevues effectuées dans la préparation de la présente étude. Leur précieuse collaboration nous a fourni une source d'informations extrêmement riches aux fins de cette recherche. Les données à la base de cette étude sont à jour au 1<sup>er</sup> septembre 1996.

© Revue de droit de McGill

McGill Law Journal 1997

Mode de référence : (1997) 42 R.D. McGill 863

To be cited as: (1997) 42 McGill L.J. 863

---

## Introduction

### I. Méthodologie

### II. L'activisme des investisseurs institutionnels : définition du phénomène

### III. Différentes perceptions du mandat, différents comportements

- A. *Gestionnaires de fonds, propriétaires d'actions ou dirigeants d'entreprises ?*
- B. *Poursuite d'objectifs collatéraux de nature économique, politique et sociale*
- C. *Respect de devoirs fondamentaux envers les clients ou les bénéficiaires*

### IV. Une approche pragmatique dans les relations avec les entreprises en portefeuille

- A. *L'analyse coût/bénéfice des interventions*
- B. *Impact de l'analyse coût/bénéfice sur les manifestations d'activisme*

### V. Un regard particulier sur quelques «éléphants dans un magasin de porcelaine»

### VI. Influences externes

- A. *Un marché concurrentiel marqué par une importante concentration économique et géographique des investisseurs institutionnels*
- B. *Vulnérabilité économique ou politique*
- C. *L'environnement légal*
  - 1. La fragmentation de l'actif des investisseurs institutionnels
  - 2. Survol des contraintes indirectes de la réglementation des compagnies et des valeurs mobilières
  - 3. Quelques effets potentiels des contraintes sur les investisseurs institutionnels

## Conclusion

---

## Introduction

Au cours des trois dernières décennies, la croissance économique considérable des investisseurs institutionnels a modifié de façon significative la structure de l'actionnariat des compagnies canadiennes et américaines<sup>1</sup>. Au Canada, les actifs qu'ils détiennent sous forme de titres de compagnie sont passés de 4,7 Milliards (G)\$ en 1969 à plus de 160 G\$ en 1995, ce qui représente environ 38% de la valeur des actions des compagnies<sup>2</sup>. Aux États-Unis, à la fin de 1994, les investisseurs institutionnels possédaient 51,5% de la valeur des actions, pour une valeur de plus de 3 000 G\$<sup>3</sup>. Les investisseurs institutionnels remplacent ainsi progressivement les épargnants individuels comme actionnaires des compagnies publiques<sup>4</sup>. À titre d'exemple, ces investisseurs détenaient en 1992 plus de la moitié des actions des 50 plus importantes compagnies publiques canadiennes<sup>5</sup>. De plus, les investisseurs institutionnels constituent les partici-

---

<sup>1</sup> Le terme «investisseur institutionnel» désigne les investisseurs, autres que des individus, qui gèrent des fonds de manière professionnelle au sein d'une institution ou pour le compte de leurs clients. Ce terme générique inclut les banques et autres institutions de dépôt, les compagnies d'assurances, les caisses de retraite, les conseillers en placement, les courtiers en valeurs mobilières, les institutions publiques ou para-publiques, les fonds d'investissement et les fondations. Le terme «gestionnaire» ou «gérant de portefeuille» peut englober toutes ces institutions. Il désigne les activités intellectuelles, tactiques et stratégiques posées sur un portefeuille par un investisseur. Voir L.I. Beaudoin, *Le contrat de gestion de portefeuille de valeurs mobilières*, Cowansville, Yvon Blais, 1994 à la p. 25 ; M.M. Blair, *Ownership and Control, Rethinking Corporate Governance for the Twenty-First Century*, Washington, Brookings Institution, 1995 aux pp. 147-65 ; D.L. Ratner, *Institutional Investors: Teaching Materials*, Mineola, The Foundation Press, 1978. Sur la croissance des investisseurs institutionnels voir en général Conseil Économique du Canada, *L'encadrement du système financier*, Ottawa, Approvisionnement et services, 1987 aux pp. 1-11 ; Conseil Économique du Canada, *Les marchés financiers et la mondialisation*, Ottawa, Approvisionnement et services, 1989 à la p. 15 et s. ; OCDE, *Tendance des marchés des capitaux*, N° 62, Paris: OCDE, décembre 1995 aux pp. 16-20.

<sup>2</sup> J.G. MacIntosh, «Institutional Shareholders and Corporate Governance in Canada» (1996) 26 Can. Bus. L.J. 145 à la p. 147 [ci-après «Corporate Governance»] ; 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 Press, 1995, 53 aux pp. 62-63. La capitalisation boursière des compagnies canadiennes s'élève à plus de 400 G\$. Voir *The 1994 Guide to World Equity Markets*, supplément de juin 1994, Londres, Euromoney, 1994 à la p. 73 [ci-après *Euromoney*].

<sup>3</sup> C.K. Brancato, *The Brancato Report on Institutional Investment: Financial Assets and Equity Holdings, Patterns of Institutional Investment and Control in the USA*, Fairfax, Victoria Group, 1995 à la p. 42. Voir aussi M. Useem, *Executive Defense, Shareholder Power and Corporate Reorganization*, Cambridge, Harvard University Press, 1993 aux pp. 28-33.

<sup>4</sup> 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: How Pension Fund Socialism Came to America*, New York, Harper & Row, 1976 ; OCDE, *supra* note 1 aux pp. 16-20.

<sup>5</sup> 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 à la p. 33. Voir aussi K.E. Montgomery et D.S.R. Leighton, «The Unseen Revolution is Here» (1993) 57:4 Bus. Quart. 39 à la p. 40.

pants les plus actifs du marché, effectuant environ 70% de toutes les transactions qui y sont réalisées<sup>6</sup>.

Les institutions désignées par le terme «investisseur institutionnel» participent différemment à l'hégémonie du secteur financier dans l'actionnariat des compagnies publiques. En effet, l'envergure de celles-ci au sein du marché des valeurs mobilières varie en fonction des catégories d'institutions désignées par ce terme. Le plus grand groupe d'investisseurs institutionnels est celui des caisses de retraite<sup>7</sup>. Les 100 caisses de retraite les plus importantes ont des actifs de 304 G\$, dont 28% est investi en actions canadiennes<sup>8</sup>. Les fonds de placement, qui ont connu une croissance phénoménale au cours des vingt dernières années, occupent également une place prépondérante sur le marché avec des actifs de 146 G\$, dont 36% est investi en actions canadiennes<sup>9</sup>. Les compagnies d'assurance-vie, qui gèrent des actifs de 160 G\$, ont accentué récemment leur présence au sein de l'actionnariat des compagnies publiques et investissent 20% de leurs actifs dans les titres de celles-ci<sup>10</sup>. Les banques, pour leur part, ont été traditionnellement des investisseurs marginaux sur le marché des valeurs mobilières et ne consacrent que 1,3% de leurs actifs de 770 G\$ aux titres de compagnies<sup>11</sup>.

L'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 qui détiennent une expertise et une envergure économique supérieures à celles de la plupart des épargnants individuels. Cette transformation de la composition de l'actionnariat des compagnies publiques exerce une influence significative sur la régie d'entreprise de celles-ci<sup>12</sup>. Plutôt que de suivre la *Wall Street Rule*,

---

<sup>6</sup> «Agency Volume Business», *Toronto Stock Exchange Review* (décembre 1995) 3 ; voir également B. Marotte, «Too Much for Too Few and Too Little Known for Comfort» *Ottawa Citizen* (19 août 1995) E1 ; Montgomery et Leighton, *supra* note 5 à la p. 40.

<sup>7</sup> J. De Leon, «L'évolution des caisses de retraite en fiducie» *Rev. de la Banque du Canada* (hiver 1995-96) 23 à la p. 42.

<sup>8</sup> L. Bak et S. Dempsey, «Under the Big Top» *Benefits Canada* (avril 1996) 37 à la p. 49.

<sup>9</sup> E. Fine et M. Zelmer, «Le marché canadien des fonds mutuels» *Rev. de la Banque du Canada* (hiver 1992-93) 57 à la p. 61 ; Investment Funds Institute of Canada, Communiqué de presse, «IFIC Releases December Statistics» (15 janvier 1996).

<sup>10</sup> MacIntosh, «Corporate Governance», *supra* note 2 à la p. 182. Les données relatives à la proportion des actifs investie en actions canadiennes ne sont pas disponibles.

<sup>11</sup> *Ibid.* à la p. 181.

<sup>12</sup> L'intérêt suscité par le rôle des investisseurs institutionnels au sein du marché des valeurs mobilières a été accompagné d'une préoccupation marquée des auteurs à l'égard de la régie d'entreprise ou «corporate governance» qui avait été négligée auparavant au Canada. Même si cette expression est devenue un lieu commun dans le domaine du droit corporatif et des affaires, elle demeure floue et peu de définitions satisfaisantes sont offertes par la littérature. De façon générale, nous pouvons affirmer que la régie d'entreprise concerne les règles de fonctionnement, de contrôle et d'imputabilité qui régissent l'organisation interne des entreprises. Cette notion englobe la vaste question de la séparation des pouvoirs et des relations entre les actionnaires, les dirigeants et les autres constituantes de l'entreprise. 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 portant une attention aux intérêts des autres constituantes de l'entreprise. H.M. Bybezezer, «The "Corporate Governance" Debate and Modern Theory of the Firm: Some Lessons» dans L. Sarna, dir., *Corporate Structure, Finance and*

c'est-à-dire vendre leurs actions lorsqu'ils ne sont pas satisfaits de la conduite des affaires d'une compagnie, les investisseurs institutionnels adoptent une attitude de plus en plus interventionniste afin de protéger les intérêts des actionnaires et d'améliorer le rendement des entreprises<sup>13</sup>. Ils délaissent ainsi l'attitude passive qu'ils ont traditionnellement manifestée<sup>14</sup> et exercent une influence croissante sur la gouvernance des corporations en modifiant la dynamique des relations internes, ainsi qu'en proposant des changements aux structures de régie d'entreprise<sup>15</sup>.

L'activisme des investisseurs institutionnels a été accueilli avec enthousiasme par les commentateurs qui considèrent que ces interventions contribueront à améliorer la régie d'entreprise des corporations et qu'elles auront, du même coup, des effets bénéfiques sur le rendement des corporations en les rendant plus concurrentielles<sup>16</sup>. De plus, ils soutiennent que la surveillance accrue effectuée par les investisseurs institutionnels réduira les comportements opportunistes des dirigeants et des actionnaires majoritaires qui menacent le patrimoine des autres actionnaires<sup>17</sup>.

L'impact réel de l'activisme des investisseurs institutionnels sur le rendement des corporations demeure toutefois ambigu<sup>18</sup>. Des études empiriques récentes effectuées par des chercheurs en économie financière au Canada et aux États-Unis remettent en cause les effets positifs de l'activisme des investisseurs institutionnels notés par des

*Operations*, vol. 5, Toronto, Carswell, 1988, 53 à la p. 54 ; J.H. Matheson et B.A. Olson, «Corporate Law and the Longterm Shareholder Model of Corporate Governance» (1992) 76 Minn. L. Rev. 1313 à la p. 1315, n. 2 [ci-après «Longterm Shareholder»] ; *Where Were the Directors?*, Report of the Toronto Stock Exchange Committee on Corporate Governance in Canada, Toronto, 1994 à la p. 7

<sup>13</sup> Blair, *supra* note 1 aux pp. 165-95 ; R.A.G. Monks et N. Minow, *Power and Accountability*, New York, Harper Business, 1991 ; K.E. Montgomery, «Market Shift — The Role of Institutional Investors in Corporate Governance» (1996) 26 Can. Bus. L.J. 189 [ci-après «Market Shift»].

<sup>14</sup> Canada, *Rapport de la Commission royale d'enquête sur les groupements de sociétés*, Ottawa, Approvisionnement et Services, 1978 à la p. 325, selon qui les investisseurs institutionnels sont presque toujours des actionnaires inactifs.

<sup>15</sup> P.A. Koval, «Trends in Canadian Shareholder Activism» dans The Canadian Institute, *Duties and Liabilities of Officers and Directors*, Toronto, 1992 ; S. Rousseau, «L'influence des investisseurs institutionnels sur la régie d'entreprise au Canada» (1996) 37 C. de D. 305 [ci-après «L'influence des investisseurs institutionnels»].

<sup>16</sup> B.S. Black, «Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice» (1992) 39 U.C.L.A. L. Rev. 811 [ci-après «Agents Watching»] ; A.F. Conard, «Beyond Managerialism : Investor Capitalism?» (1988) 22 J.L. Reform 117 ; R.J. Daniels et R. Morck, «Le défi posé par la régie des sociétés au Canada» dans Daniels et Morck, *supra* note 2 à la p. 3 ; J.G. MacIntosh, «The Role of Institutional and Retail Investors in Canadian Capital Markets» (1993) 31 Osgoode Hall L.J. 371 [ci-après «Role of Institutional Investors»] ; Matheson et Olson, *supra* note 12 ; Montgomery et Leighton, *supra* note 5.

<sup>17</sup> Voir sur cette problématique A.A. Berle et G.C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, New York, MacMillan, 1932 ; M.C. Jensen et W. Meckling, «Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure» (1976) 3 J. Fin. Econ 305.

<sup>18</sup> R. Kochhar et P. David, «Institutional Investors and Firm Innovation: A Test of Competing Hypotheses» (1996) 17 *Strat. Mgmt. J.* 73. Cette étude indique que les investisseurs institutionnels sont susceptibles d'avoir une attitude interventionniste en raison de la taille de leur investissement, mais qu'ils ne sont pas meilleurs dans l'évaluation des investissements que les autres investisseurs.

études antérieures<sup>19</sup> et questionnent l'existence d'une corrélation entre la régie d'entreprise et le rendement des corporations. Une étude menée par Rao et Lee-Sing pour le compte d'Industrie Canada indique, par exemple, qu'il n'existe pas de relation significative entre, d'une part, les structures de régie d'entreprise et le niveau de propriété institutionnelle, et, d'autre part, le rendement des corporations<sup>20</sup>. Une autre étude effectuée par la professeure Josée St-Pierre va également dans ce sens et conclut «que la taille des entreprises jouait en faveur de l'adoption d'un plus grand nombre de principes (de régie), et que ceux-ci avaient par contre une influence mitigée sur la performance»<sup>21</sup>.

Bien que la littérature économique ne soit pas unanime sur les effets positifs de l'activisme des investisseurs institutionnels, il est indéniable que ces derniers occupent une place prépondérante au sein des compagnies publiques et modifient de façon significative la structure de l'actionariat<sup>22</sup>. Dans ce contexte, l'objectif de la présente étude n'est pas d'évaluer la validité ou la justesse des études empiriques concernant l'impact de l'activisme institutionnel, mais plutôt de comprendre les divers facteurs qui peuvent influencer le comportement des investisseurs institutionnels dans leurs relations en tant qu'actionnaires de compagnies publiques. Jusqu'à présent, les nombreuses études qui se sont penchées sur cette question ont pour la plupart adopté une des deux thèses suivantes<sup>23</sup>.

D'une part, la thèse de la surréglementation a été avancée par certains auteurs, qui soutiennent que les investisseurs institutionnels font face à des contraintes réglementaires importantes qui limitent leur interventionnisme à l'égard des entreprises et les incitent à conserver une attitude passive<sup>24</sup>. Les tenants de cette thèse identifient au moyen

---

<sup>19</sup> Pour un sommaire de ces études, voir B.S. Black, «The Value of Institutional Investor Monitoring: The Empirical Evidence» (1992) 39 U.C.L.A. L. Rev. 895 [ci-après «Empirical Evidence»].

<sup>20</sup> Rao et Lee-Sing, *supra* note 2. L'étude de MacIntosh et Schwartz note toutefois une relation positive entre le niveau de propriété institutionnelle et la valeur des entreprises : 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 Daniels et Morck, *supra* note 2 à la p. 357. Aux États-Unis une étude récente appuie les conclusions de Rao et Lee-Sing : S. Wahal, «Pension Fund Activism and Firm Performance» (1996) 31 J.F.Q.A. 1.

<sup>21</sup> J. St-Pierre, «L'adhésion des sociétés ouvertes à une politique de régie : La substitution des différents principes», Cahier de Recherche, DAE-1996-04, Dép. Sc. Gestion et Économie, U.Q.T.R.

<sup>22</sup> Voir par exemple R. Le Cours et M. Tremblay, «Au Canada, les grandes familles résistent encore» *La Presse [de Montréal]* (2 mai 1993) A1 ; «Shareholders' Dissent» *The [Toronto] Globe and Mail* (28 avril 1986) A6 ; D. Stoffman, «Look Who's Calling the Shots: money managers want more power over corporate affairs, and that can mean conflict with management» *Canadian Business* (juillet 1990) 45.

<sup>23</sup> Certains auteurs ont tenté de réconcilier les deux thèses : B.S. Black et J.C. Coffee Jr., «Hail Britannia?: Institutional Investor Behavior Under Limited Regulation» (1994) 92 Mich. L. Rev. 1997 ; H. Garten, «Institutional Investors and the New Financial Order» (1991-92) 44 Rutgers L. Rev. 585.

<sup>24</sup> A. Bhidé, «The Hidden Costs of Stock Market Liquidity» (1993) 34 J. Fin. Econ. 31 ; B.S. Black, «Shareholder Passivity Reexamined» (1990-91) 89 Mich. L. Rev. 520 [ci-après «Shareholder Passivity»] ; B.S. Black, «Disclosure, Not Censorship: The Case for Proxy Reform» (1991-92) 17 J. Corp. L. 49 ; R.J. Gilson et R. Kraakman, «Reinventing the Outside Director: An Agenda for Institutional Investors» (1990-91) 43 Stan. L. Rev. 863 ; J.A. Grundfest, «Subordination of American Capital»

d'analyses très détaillées une multitude de dispositions réglementaires susceptibles d'entraver l'activisme des investisseurs institutionnels<sup>25</sup>. Selon eux, il est nécessaire de réduire les barrières légales qui limitent l'activisme des investisseurs institutionnels afin de faciliter la surveillance et le contrôle des corporations. D'autre part, certains auteurs soutiennent que les contraintes réglementaires n'exercent pas une influence déterminante sur l'activisme des investisseurs institutionnels<sup>26</sup>. Ceux-ci considèrent que l'activisme des investisseurs est plutôt freiné par des entraves de nature économique et organisationnelle<sup>27</sup>. Pour appuyer leur thèse, ils mettent en évidence un nombre impressionnant d'entraves qui expliquent l'attitude généralement passive de la part des investisseurs institutionnels, même en l'absence de barrières réglementaires.

Les deux thèses, qui sont bien campées par les auteurs qui les défendent, donnent parfois lieu à des argumentations poussées à l'extrême de même qu'à des généralisations qui font perdre de vue la réalité du phénomène étudié<sup>28</sup>. En défendant l'une ou l'autre thèse, les auteurs ont tendance à explorer minutieusement une multitude d'obstacles auxquels les institutions doivent faire face, sans tenter d'évaluer l'importance relative et l'impact réel de ces obstacles. Ainsi, ils attribuent des effets identiques à toutes les contraintes identifiées, qui paraissent dès lors insurmontables. Les études effectuées ont également tendance à négliger les facteurs qui modifient l'impact des barrières analysées tels la diversité des investisseurs institutionnels, ainsi

---

(1990) 27 J. Fin. Econ. 89 [ci-après «Subordination»] ; MacIntosh, «Role of Institutional Investors», *supra* note 16 ; N. Minow, «Proxy Reform: The Case for Increased Shareholder Communication» (1991-92) 17 J. Corp. L. 149 ; J. Pound, «Proxy Voting and the S.E.C.: Investor Protection versus Market Efficiency» (1991) 29 J. Fin. Econ. 241 ; M.J. Roe, *Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*, Princeton, Princeton University Press, 1994 [ci-après *Strong Managers, Weak Owners*] ; M.J. Roe, «A Political Theory of American Corporate Finance» (1991) 91 Col. L. Rev. 10 [ci-après «Political Theory»].

<sup>25</sup> Essentiellement, la réglementation encourage la fragmentation de l'actif des investisseurs institutionnels dans une multitude de compagnies, ce qui diminue la taille de leur investissement dans des compagnies particulières, et, par conséquent, leur intérêt économique vis-à-vis ces compagnies. La réglementation peut également freiner la coordination des actions des investisseurs institutionnels qui désirent faire front commun pour intervenir à l'égard d'une compagnie.

<sup>26</sup> J.C. Coffee, Jr., «Liquidity versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor» (1991) 91 Col. L. Rev. 1277 [ci-après «Liquidity versus Control»] ; J.C. Coffee, Jr., «The S.E.C. and the Institutional Investor: A Half-Time Report» (1993-94) 15 Card. L. Rev. 837 [ci-après «A Half-Time Report»] ; J.E. Fisch, «Relationship Investing: Will It Happen? Will It Work?» (1994) 55 Ohio St. L.J. 1009 ; M. Patry et M. Poitevin, «Pourquoi les investisseurs institutionnels ne sont pas de meilleurs actionnaires ?» dans Daniels et Morck, *supra* note 2, 401 ; R.C. Pozen, «Institutional Investors: The Reluctant Activists» (1994) 72 :1 Harv. Bus. Rev. 140 ; E.B. Rock, «The Logic and (Uncertain) Significance of Institutional Shareholder Activism» (1990-91) 79 Geo. L.J. 445 ; R. Romano, «Public Pension Fund Activism in Corporate Governance Reconsidered» (1993) 93 Col. L. Rev. 795.

<sup>27</sup> Les auteurs explorent des contraintes telles les pratiques d'investissement, le mode de rémunération, les conflits d'intérêts, les pressions politiques et la culture.

<sup>28</sup> Comme le souligne Roe : «people with a focus can exaggerate their subject's importance». *Strong Managers, Weak Owners*, *supra* note 24 à la p. xi.

que les modes d'activisme privilégiés par ces derniers<sup>29</sup>. À titre d'exemple, pour défendre la thèse des contraintes économique et organisationnelle, certains auteurs font appel à des hypothèses basées sur des formes radicales et exceptionnelles d'activisme que peu d'observateurs privilégient, telle la bataille de procurations visant à remplacer les membres de la direction<sup>30</sup>.

Ces thèses font toutefois ressortir à juste titre l'existence d'un large éventail de facteurs qui peuvent exercer une influence sur le comportement des investisseurs institutionnels. La polarisation du débat qu'entraîne l'existence de thèses contradictoires se fait cependant au détriment d'une approche plus globale qui permettrait de rendre compte des réalités de ce phénomène. Aussi, tout en reconnaissant que les recherches qui soutiennent ces thèses fournissent un cadre analytique très riche, nous croyons qu'elles méritent d'être explorées davantage à la lumière des études de nature anecdotique et empirique qui permettent une meilleure compréhension des facteurs qui influent sur l'activisme des investisseurs institutionnels<sup>31</sup>.

Dans cette perspective, la présente étude a pour objectif de mieux apprécier l'émergence de l'activisme des investisseurs institutionnels au regard des contraintes et des incitatifs qui influencent leur comportement au sein des compagnies publiques. Pour ce faire, nous utiliserons les données que nous avons recueillies lors d'entrevues effectuées auprès d'une dizaine d'investisseurs institutionnels canadiens. Ces données seront analysées à travers le cadre analytique fourni par les deux thèses, en parallèle avec les résultats de recherches empiriques antérieures, dans le but de faire ressortir les facteurs qui influent sur le comportement des investisseurs institutionnels.

Les deux premières sections de notre étude seront consacrées à la description de la méthodologie employée pour réaliser nos entrevues et à la définition de la notion d'activisme utilisée pour décrire les activités les plus visibles des investisseurs institutionnels à l'égard des compagnies dans lesquelles ils investissent. Dans la troisième section, nous examinerons, à la lumière des entrevues réalisées, les différentes perceptions des investisseurs à l'égard du mandat qui leur est confié. Nous verrons que divers facteurs influencent ces perceptions et affectent leur attitude vis-à-vis des compagnies dont ils sont actionnaires. Selon l'influence de ces facteurs, les investisseurs peuvent se comporter comme des gestionnaires de fonds, des propriétaires d'actions ou même des dirigeants d'entreprise. Dans leurs relations avec les compagnies, les investisseurs institutionnels, quelle que soit la perception de leur mandat, font toutefois preuve d'un pragmatisme qui les porte à mesurer l'opportunité de leurs actions en fonction des bénéfices et des coûts qui s'y rattachent. La quatrième section de notre texte traitera de cette approche pragmatique qui a été mise en évidence lors de nos entrevues, puis étu-

---

<sup>29</sup> A.A. Sommer, «Corporate Governance in the Nineties: Managers vs. Institutions» (1990) 59 U. Cin. L. Rev. 357.

<sup>30</sup> Voir Coffee, Jr., «A Half-Time Report», *supra* note 26 à la p. 866.

<sup>31</sup> Brancato, *supra* note 3 ; K.E. Montgomery, «Survey of Institutional Shareholders» (1992) 4:4 Corp. Gov. Rev. 5 [ci-après «Survey»] ; W.M. O'Barr et J.M. Conley, *Fortune and Folly: The Wealth and Power of Institutional Investing*, Howewood, Business One Irwin, 1992. Sur l'importance des études empiriques : N. Wolfson, «The Need for Empirical Research in Securities Law» (1975-76) 49 S. Cal. L. Rev. 286.

diera son impact sur les manifestations d'activisme des investisseurs. Ensuite, nous examinerons le cas particulier de trois investisseurs institutionnels canadiens qui se démarquent en raison de la taille de leurs actifs, de l'importance de leurs placements dans les actions de compagnies et de leur activisme à l'égard de la régie d'entreprise. Enfin, nous traiterons de l'environnement externe en examinant certaines forces de nature économique, politique et légale qui peuvent favoriser ou freiner l'activisme des investisseurs institutionnels.

## I. Méthodologie

En vue de mieux saisir les différents facteurs qui peuvent influencer le comportement des investisseurs institutionnels canadiens, nous avons jugé bon d'effectuer une étude sur le terrain en procédant à des entrevues auprès de quelques institutions et organismes qui occupent une place importante sur la scène financière. Il s'agit d'un échantillon certes limité mais qui regroupe un nombre diversifié d'investisseurs institutionnels. Parmi ceux-ci, nous retrouvons trois gestionnaires de portefeuille du secteur public, incluant deux caisses de retraite publiques, trois caisses de retraite du secteur privé, deux fonds d'investissement (fonds mutuels) et deux conseillers en placement. Quatre de ces institutions sont à Montréal, tandis que les autres sont à Toronto. Au total, treize personnes ont été interrogées au sein de ces institutions. Nos interlocuteurs faisaient partie de la haute direction, la plupart occupant le poste de vice-président chargé des investissements au sein de ces entreprises et deux d'entre eux, le poste de conseiller juridique. Nous avons également procédé à des entrevues auprès de deux organismes intermédiaires situés à Toronto qui offrent des services de conseil aux investisseurs institutionnels canadiens. Préalablement à ces entrevues, nous avons acheminé un questionnaire regroupant environ vingt-cinq questions afin de permettre à nos interlocuteurs de connaître les différents sujets de discussion. Toutes les entrevues ont eu lieu en personne, sauf une par téléphone, et ont duré en moyenne 90 minutes. Les propos sont rapportés en français ou en anglais, selon la langue d'usage de chacune des personnes interviewées. Il y a lieu de noter, en terminant, que l'anonymat des institutions et de leurs représentants a été respecté en utilisant des noms fictifs qui apparaissent dans le texte en caractères italiques.

## II. L'activisme des investisseurs institutionnels : définition du phénomène

Dans le contexte de la régie interne des corporations, le terme «activisme» est souvent utilisé, avec différentes connotations, pour qualifier les activités les plus visibles de certains actionnaires qui remettent en question le comportement des entreprises<sup>32</sup>.

---

<sup>32</sup> Au sujet du phénomène de l'activisme dans le contexte de la régie interne des entreprises aux États-Unis, voir L. Talner, *The Origins of Shareholder Activism*, Investor Responsibility Research Center, 1983 ; Monks et Minow, *supra* note 13 aux pp. 230-38 ; D.J. Baum et N.B. Stiles, *The Silent Partners: Institutional Investors and Corporate Control*, Syracuse, Syracuse University Press, 1965 aux pp. 14-27 ; concernant plus particulièrement l'activisme des investisseurs institutionnels, voir par exemple Blair, *supra* note 1 aux pp. 165-95.

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 1930, 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 corporations et d'assurer aux actionnaires une plus grande part des bénéfices des entreprises<sup>33</sup>. Alors qu'au début les interventions soulevaient surtout des questions de nature interne, le phénomène a pris une ampleur différente à compter des années 1960, à l'époque des grands mouvements politiques et sociaux qui ont marqué la société américaine. Divers groupes d'intérêts, de même que les investisseurs institutionnels, ont alors mis l'accent sur la responsabilité sociale des corporations, notamment sur les questions touchant l'environnement, la protection des consommateurs, les droits fondamentaux et le bien-être public<sup>34</sup>. Parmi les moyens utilisés pour atteindre leurs objectifs, les activistes, en leur qualité d'actionnaires, soumettaient des propositions en vue de leur diffusion par le biais des documents d'information préparés par les corporations pour les assemblées annuelles. Inévitablement, en raison des questions soulevées et de l'approche militante adoptée par certains groupes, les corporations visées ont parfois contre-attaqué vigoureusement, contribuant ainsi à donner à ces campagnes de sensibilisation une couverture médiatique considérable<sup>35</sup>. Tel fut le cas, entre autres, lors des efforts entrepris en 1966 par une

---

<sup>33</sup> L. Loss et J. Seligman, *Securities Regulation*, vol. 4, 3<sup>e</sup> éd., Boston, Little, Brown and Company, 1989 à la p. 2008 ; Baum et Stiles, *ibid.* aux pp. 14-17 ; Monks et Minow, *ibid.* à la p. 230 ; P.J. Ryan, «Rule 14a-8, Institutional Shareholder Proposals, and Corporate Democracy» (1988-89) 23 Ga. L. Rev. 97 aux pp. 116-17, n. 77 ; A.R. Palmiter, «The Shareholder Proposal Rule: A Failed Experiment in Merit Regulation», (1994) 45 Ala. L. Rev. 879 à la p. 897 ; S.W. Liebeler, «A Proposal to Rescind the Shareholder Proposal Rule» (1983-84) 18 Ga. L. Rev. 425 aux pp. 459-61 ; W. Werner, «Corporation Law in Search of its Future» (1981) 81 Colum. L. Rev. 1611 à la p. 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 Talner, *ibid.* aux pp. 2-4 ; D.C. Bayne, «The Basic Rationale of Proper Subject» (1956-57) 34 U. Det. L. Rev. 575 à la p. 595 ; T.L. Feagans, «S.E.C. Rule 14a-8: New Restrictions on Corporate Democracy?» (1984) 33 Buff. L. Rev. 225 à la p. 239.

<sup>34</sup> Talner, *ibid.* aux pp. 4-46 ; D. Vogel, *Lobbying The Corporation: Citizen Challenges to Business Authority*, New York, Basic Books, 1978 aux pp. 71-102 ; Ryan, *ibid.* aux pp. 117-18 ; Feagans, *ibid.* aux pp. 239-45 ; L.S. Black, Jr. et A.G. Sparks III, «The S.E.C. as Referee-Shareholder Proposals and Rule 14a-8» (1976-77) 2 J. Corp. L. 1 aux pp. 4-5 ; D.E. Schwarz et E.J. Weiss, «An Assessment of the S.E.C. Shareholder Proposal Rule» (1976-77) 65 Geo. L.J. 635 aux pp. 642-48 ; 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 aux pp. 1135-36.

<sup>35</sup> Talner, *ibid.* aux 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 corporations. Voir *Securities Exchange Act of 1934*, Rule 14a-8, 17 C.F.R. § 240 (1995) ; Loss et Seligman, *supra* note 33 aux pp. 2004-12 ; Ryan, *ibid.* aux pp. 116-17 ; Liebeler, *supra* note 33 aux pp. 431 et 459-61 ; Palmiter, *supra* note 33 à la p. 897 ; R. Crête, *The Proxy System in Canadian Corporations: A Critical Analysis*, Montréal, Wilson & Lafleur, 1986 à la p. 187 et s. Concernant les actions prises suite au refus des corporations d'inclure les propositions des

organisation appelée FIGHT, qui demandait à la compagnie Eastman Kodak de revoir sa politique d'emploi à l'égard des Noirs, de même que lors de la célèbre campagne menée contre General Motors et identifiée comme une croisade anti-pollution. 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 conduit leurs initiatives dans le cadre des assemblées annuelles des corporations, notamment sous la forme de questions soumises en personne ou par le biais de propositions diffusées dans les circulaires d'information, parfois même en engageant des batailles de procurations. Cet activisme se caractérisait également par l'approche militante adoptée par certains protagonistes qui ont mené leurs campagnes comme de véritables croisades.

Vues sous cet angle, il n'est pas surprenant que des interventions semblables soient devenues 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»<sup>36</sup>. Par contre, comme nous le verrons, ce terme tel qu'utilisé 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 corporations fait clairement ressortir le contraste avec l'expérience américaine. Au début des années 1980, 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 canadiennes<sup>37</sup>. L'objectif visé

---

actionnaires, voir par exemple, *S.E.C. c. Transamerica Corp.*, 163 F. 2d 511 (3d Cir. 1947), *cert. denied*, 332 U.S. 847 (1948) ; *Medical Committee for Human Rights c. S.E.C.*, 432 F. 2d 659 (D.C. Cir. 1970), *cert. granted*, 401 U.S. 973, *vacated as moot*, 404 U.S. 403 (1972).

<sup>36</sup> Ce sont les définitions du *Merriam Webster's Collegiate Dictionary*, 10<sup>e</sup> éd. et du *American Heritage Dictionary*, respectivement [traduction des auteurs]. Quant au *Oxford English Dictionary*, il le définit ainsi : «A doctrine or policy of advocating energetic action».

<sup>37</sup> Au sujet du mécanisme des propositions soumises par les actionnaires, voir la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* [ci-après L.C.S.A.], L.R.C. 1985, c. C-44, art.137. Pour une comparaison entre les mécanismes canadiens et américains, voir Crête, *supra* note 35 aux 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 16 février 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, 12 janvier 1984 ; Banque de Montréal, le 16 janvier 1984 ; Banque de 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 Chur-

était d'obtenir des informations au sujet des opérations menées par ces entreprises en Afrique du Sud. Or, contrairement aux campagnes américaines très intenses et largement publicisées, ces interventions n'ont pas donné lieu à des affrontements similaires entre la direction des compagnies et les actionnaires intéressés. Au contraire, les corporations concernées ont simplement accepté de faire circuler les propositions soumises par les activistes, tout en recommandant leur rejet. Par ailleurs, même si ses propositions ont été rejetées par la majorité des actionnaires, l'organisation religieuse en question a poursuivi ses efforts en vue d'accroître la responsabilité sociale des entreprises, pour finalement réussir à obtenir la collaboration de plusieurs d'entre elles<sup>38</sup>.

En quelques occasions, ce type d'activisme a suscité une opposition plus marquée 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 environnementale<sup>39</sup>. Une contestation judiciaire semblable est également 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 Varsity Corp., anciennement Massey-Ferguson, se départisse de ses investissements en Afrique du Sud<sup>40</sup>. 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 corporations 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 sont devenues plus visibles, ce qui a eu des conséquences importantes sur la régie interne des compagnies. Traditionnellement perçus comme des actionnaires passifs, les investisseurs institutionnels sont graduellement devenus des acteurs importants dans le contexte corporatif 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 sociale<sup>41</sup>.

---

ches» (1993-94) 6 :1 Corp. Gov. Rev. 1 ; M. Mittelstaet, «Church group will challenge Banks' lending policies» *The [Toronto] Globe and Mail* (12 novembre 1983) B3 ; M. Mittelstaet, «CIBC shareholders get calls from bank's staff on proxy's significance» *The [Toronto] Globe and Mail* (20 janvier 1983) B3.

<sup>38</sup> Davis, *ibid.*

<sup>39</sup> *Greenpeace Foundation of Canada c. Inco Ltd.* (20 février 1984), (Ont. S.C.) [non publié], conf. par (21 mars 1984), (Ont. C.A.) [non publié].

<sup>40</sup> *Varsity Corp. c. Jesuit Fathers of Upper Canada* (1987), 59 O.R. (2<sup>e</sup>) 459, 38 D.L.R. (4<sup>e</sup>) 157 (H.C.), conf. par (1987) 60 O.R. (2<sup>d</sup>) 640, 41 D.L.R. (4<sup>e</sup>) 284 (C.A.) ; J. Carlisle, «Response to public concerns could grow among directors: some boards are giving special-interest groups their say at annual meetings» *The [Toronto] Financial Post* (7 juin 1990) 27.

<sup>41</sup> K.E. Montgomery, *Shareholder Activism in Canada: A Survey of Institutional Shareholders*, Working Paper Series No. NC 92-014-B, National Centre for Management Research and Development, The University of Western Ontario, octobre 1992 [ci-après *Shareholder Activism*]. Voir aussi

Durant la période intense des prises de contrôle au cours des années 1980, 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 et de la création d'actions subalternes et d'actions privilégiées comportant des droits discrétionnaires<sup>42</sup>. Les investisseurs institutionnels

---

le résumé des résultats de cette enquête dans Montgomery, «Survey», *supra* note 31 à la p. 5 ; K.E. Montgomery et D.S.R. Leighton, *Institutional Shareholders in Canada Part Two: Activism on the Rise*, Working Paper Series No. NC 93-011-B, National Centre for Management Research and Development, The University of Western Ontario, mai 1993 ; Montgomery, «Market Shift», *supra* note 13 aux pp. 190-91 ; S. Rousseau, *Analyse de l'émergence de l'activisme des investisseurs institutionnels au sein des compagnies publiques*, mémoire de maîtrise en droit, Université Laval, 1995 [ci-après *Analyse*] ; ce dernier mémoire a été publié en partie : voir Rousseau, «L'influence des investisseurs institutionnels», *supra* note 15 ; Koval, *supra* note 15 ; MacIntosh, «Role of Institutional Investors», *supra* note 16 aux pp. 379-86 ; B. Dalglish, «Have money — want power» *Maclean's [Toronto Edition]* (18 mai 1992) 46 ; B. Marotte, «Canadian pension funds flex cash muscle» *Ottawa Citizen* (20 février 1993) D6 ; «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» *The [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» *The Toronto Star* (22 avril 1995) D1 ; dans le contexte américain, voir O'Barr et Conley, *supra* note 31 aux pp. 1-39 et 175-205 ; Monks et Minow, *supra* note 13 aux pp. 182-238 ; Blair, *supra* note 1 aux pp. 165-72 ; 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. G.P.O., 1990 [ci-après *The Impact of Institutional Investors*] ; R.D. Rosenbaum et M.E. Korens, «Trends in Institutional Shareholder Activism: What the Institutions Are Doing Today», New York, Practising Law Institute, Corporate Law and Practice Course Handbook Series, PLI No. B4-6938, septembre 1990.

<sup>42</sup> Montgomery, «Survey», *ibid.* ; Montgomery et Leighton, *ibid.* à la p. 5 ; Rousseau, «L'influence des investisseurs institutionnels», *ibid.* à la p. 326 et s. ; Mayer, *ibid.* ; depuis la fin des années 80, les régimes de droits de souscription ou «pilules empoisonnées» ont fait leur apparition au Canada. Dans le but de prévenir les prises de contrôle inamicales, les sociétés ont mis en place ces régimes qui donnent aux actionnaires, en cas d'une acquisition importante, le droit d'acheter des nouvelles actions de la société visée et ce, à un prix d'exercice qui correspond normalement à la moitié de la valeur des actions. Ces régimes prévoient également que ces droits ne peuvent être exercés par l'acquéreur important, c'est-à-dire celui qui est susceptible de prendre le contrôle de la société. En conséquence, l'exercice de ces droits par les autres actionnaires aura pour effet de créer une dilution importante du capital et d'accroître ainsi de façon significative les coûts d'une prise de contrôle éventuelle. Au sujet des réactions des investisseurs institutionnels à l'égard de l'adoption de ces régimes voir M. Strauss, «Labatt shareholders reject poison pill: Surprise result partly reflects discontent with management's pricy expansion plans» *The [Toronto] Globe and Mail* (14 septembre 1994) B1 ; J. Partridge, «Poison pill a sore point between Nova, Fairvest» *The [Toronto] Globe and Mail* (27 juin 1994) B1 ; C.R. McCall, «Poison Pills — The 1995 Proxy Season» (1995) 7:3 Corp. Gov. Rev. 8 ; P. Bloomfield, «Shareholders' Rights: Protecting the "proprietors of the business"» *The [Toronto] Financial Post* (11 décembre 1991) 17 ; H. Cleland, «Dual Class Capital Companies — "Going Vanilla"» (1992) 4:3 Corp. Gov. Rev. 1 ; W.M. Mackenzie, «Whose Rights Plans?» (1996) 8:3 Corp. Gov. Rev. 1 ; W.M.

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 direction<sup>43</sup>. Dans le marché canadien, caractérisé par la concentration de l'actionnariat entre les mains d'actionnaires majoritaires ou principaux, les institutions ont pu bénéficier de certaines dispositions réglementaires visant à protéger les actionnaires minoritaires, notamment celles qui imposent une évaluation indépendante et l'approbation par la minorité des transactions entre parties liées<sup>44</sup>. Au fil des ans, certaines institutions ont également développé des relations étroites et continues avec les compagnies dans lesquelles elles ont des investissements importants, leur permettant ainsi de participer au processus décisionnel<sup>45</sup>. Elle ont exercé des pressions afin de remplacer des membres de la direction

---

Mackenzie, «Time to End Dual Class Capital» (1996) 8:4 Corp. Gov. Rev. 5 ; M. Useem, *supra* note 3 aux pp. 43-48 ; Gilson et Kraakman, *supra* note 24 à la p. 868 ; J.W. Barnard, «Institutional Investors and The New Corporate Governance» (1990-91) 69 N.C. L. Rev. 1135 à la p. 1155 ; M.R. Wingeron 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 aux pp. 233-35 ; Rock, *supra* note 26 aux pp. 484-89.

<sup>43</sup> Montgomery, «Survey», *supra* note 31 ; MacIntosh, «Role of institutional investors», *supra* note 16 à la p. 383 ; «Investors battle NorTel: Pension funds urge caution for Northern Telecom investors as company presents stock option plan that may dilute shares by 16%» *The [Toronto] Financial Post* (18 avril 1995) 1 ; «Stock option discount assailed: Institutional investors take more interest in management, conference told» *The [Toronto] Globe and Mail* (3 juin 1992) B10 ; J.S. Lublin, «Investors push to ax pensions for outsiders» *The Wall Street Journal* (10 avril 1995) B1 ; J.A. Grundfest, «Just Vote No: A Minimalist Strategy for Dealing with Barbarians Inside the Gates» (1992-93) 45 Stan. L. Rev. 857 à la p. 931 [ci-après «Just Vote No»] ; J.E. Heard, «Executive Compensation: Perspective of the Institutional Investor» (1995) 63 U. Of Cinn. L. Rev. 749 aux pp. 765-66 ; R.L. Shorten, Jr., «An Overview of the Revolt Against Executive Compensation» (1992-93) 45 Rutgers L. Rev. 121 aux pp. 123-26.

<sup>44</sup> Au sujet de la réglementation, voir C.V.M.Q., Instruction générale Q-27, *Mesures de protection des porteurs minoritaires à l'occasion de certaines opérations* dans M. Thériault, *Droit des valeurs mobilières au Québec*, vol. 1, Montréal, Wilson & Lafleur, 1992 à la p. C-188 ; OSC Policy No. 9.1, *Take-Over Bids, Issuer Bids, Going Private Transactions and Related Party Transactions*, CCH Canadian, *Can. Sec. L. Rep.* par. 471-901. Certaines politiques adoptées par les commissions des valeurs mobilières et des bourses prévoient des dispositions de protection dans le cas d'émission d'actions subalternes : voir C.V.M.Q., Instruction générale Q-17, *Les actions subalternes*, dans Thériault, *ibid.* à la p. C-131 ; OSC Policy 1.3, *Restricted Shares*, CCH Canadian, *Can. Stock Exchanges Manual*, par. 471-102 ; Bourse de Montréal, Politique I-10, *Restricted Shares*, CCH Canadian, *Can. Stock Exchanges Manual*, par. 5000-010 ; *TSE Policy Statement on Restricted Shares*, *Can. Stock Exchanges Manual*, North York, CCH Canadian, 1994, par. 830-091. Au sujet des transactions entre parties liées, voir par exemple «Xerox Canada, OMERS settle dispute» *The [Toronto] Globe and Mail* (15 février 1994) B15 ; E. Heinrich, «Ford Canada minority share battle escalating» *The [Toronto] Financial Post* (19 octobre 1995) 1 ; W.M. Mackenzie, «A Call For Shareholder Solidarity» (1995) 7 :4 Corp. Gov. Rev. 1 [ci-après «Shareholder Solidarity»] ; J. Kazanjian et M. McNee, «Tensions in Corporate Governance: Minority Shareholders in U.S. Controlled Canadian Public Companies» (1995) 7 :2 Corp. Gov. Rev. 1.

<sup>45</sup> Koval, *supra* note 15 aux pp. 43-46 et 57-58 ; Montgomery, «Survey», *supra* note 31 à la p. 6 ; Blair, *supra* note 1 aux pp. 162-63 ; J. Pound, «The Rise of the Political Model of Corporate Gover-

et elles ont parfois exigé une représentation au sein des conseils d'administration<sup>46</sup>. Plus récemment, des investisseurs institutionnels ont mis l'accent sur la nécessité d'améliorer les mécanismes de supervision en proposant de revoir la structure et la composition des conseils d'administration et, aux États-Unis plus particulièrement, ils ont mis en place des systèmes d'évaluation pour surveiller de façon plus étroite les compagnies ayant un rendement insatisfaisant<sup>47</sup>.

L'expression de cet activisme peut prendre différentes formes, notamment, un vote contre des propositions soumises par les compagnies ou une abstention pure et simple de voter<sup>48</sup>. Aux États-Unis, les actionnaires institutionnels soumettent régulièrement des propositions par le biais des documents de sollicitation de procurations et parfois, notamment des batailles de procurations afin d'obtenir l'appui des co-actionnaires en fa-

nance and Corporate Control» (1993) 68 N. Y. U. L. Rev. 1003 aux pp. 1067-70 ; J.H. Matheson et B.A. Olson, «Corporate Cooperation, Relationship Management, and the Trialogical Imperative for Corporate Law» (1993-94) 78 Minn. L. Rev. 1443 [ci-après «Corporate Cooperation»] ; J.E. Heard, «Active Institutions Sharpen their Focus for 1992» *Insights* (Décembre 1991) 18 ; E.B. Rock, «Controlling the Dark Side of Relational Investing» (1993-94) 15 Cardozo L. Rev. 987 [ci-après «Relational Investing»] ; Fisch, *supra* note 26 aux pp. 1010-11 ; I. Ayres et P. Crampton, «Relational Investing and Agency Theory» (1993-94) 15 Cardozo L. Rev. 1033.

<sup>46</sup> La Caisse de dépôt et placement du Québec et OMERS ont obtenu une représentation au sein du conseil d'administration de Memotec ; voir M. Urlocker, «Memotec deal beats Gordon: McKenzie trades two board seats to survive» *The [Toronto] Financial Post* (17 mai 1991) 1 ; D. Hogarth, «Muscle-flexing marks break with tradition» *The [Toronto] Financial Post* (17 mai 1991) 6. Deux représentants de l'Ontario Teachers' Pension Plan Board ont été élus au sein du conseil de Maple Leaf Foods ; voir *The [Toronto] Financial Post* (22 juin 1995) 2. Teachers a également obtenu deux sièges au conseil de Maple Leaf Gardens ; voir T. Van Alphen, *Toronto Star* (12 octobre 1994) C1. Dans le contexte américain voir Blair, *ibid.* aux pp. 163 et 170-72 ; Grundfest, *supra* note 43 aux pp. 882, 887, 891 et 894.

<sup>47</sup> Au sujet des réformes concernant les mécanismes de surveillance, voir Montgomery et Leighton, *supra* note 41 aux pp. 14-15 ; «Where was the board? The supervisory role of Directors cries for ruthless re-examination» *The [Toronto] Globe and Mail*, Report on Business Magazine, (juillet 1993) 43 ; L. Surtees, «NorTel bars ex-CEOs from its boardroom: institutions, emerging trends force Director changes» *The [Toronto] Globe and Mail* (26 mars 1994) B18 ; R.L. Wilson, «1995 Proxy Season Review» (1995) 7:4 Corp. Gov. Rev. 3 aux pp. 5-6 [ci-après «1995 Proxy Season Review»] ; Gilson et Kraakman, *supra* note 24 aux pp. 871-73 ; O'Barr et Conley, *supra* note 31 aux pp. 185-86 ; Black, «Agents Watching», *supra* note 16 aux pp. 839-44 ; Barnard, *supra* note 42 à la p. 1136. Au sujet des programmes d'évaluation visant plus particulièrement les compagnies qui ont un rendement insatisfaisant, voir U.S. Congress, *The Impact of Institutional Investors*, *supra* note 41 aux pp. 43-44 ; S. Foerster, «L'activisme institutionnel des caisses de retraite du secteur public : le modèle CalPERS appliqué au Canada» dans Daniels et Morck, *supra* note 2, p. 445 aux pp. 455-56 ; L. Lipin, «A list of laggards appears to back investor activism» *The Wall Street Journal* (3 octobre 1995) C1 ; J.N. Gordon, «Institutions as Relational Investors: A New Look at Cumulative Voting» (1994) 94 Colum. L. Rev. 124 à la p. 134.

<sup>48</sup> Montgomery, «Survey», *supra* note 31 aux pp. 6-8 ; Montgomery, «Market Shift», *supra* note 13 à la p. 195 ; MacIntosh, «Role of Institutional Investors», *supra* note 16 à la p. 377 ; MacIntosh, «Corporate Governance», *supra* note 2 à la p. 173 ; Grundfest, *supra* note 43 à la p. 903 ; O'Barr et Conley, *supra* note 31 aux pp. 183-85 et 194-97 ; Romano, *supra* note 26 à la p. 837 ; Black et Coffee, Jr., *supra* note 23 à la p. 2038.

veur de leurs propositions<sup>49</sup>. Les institutions sont également consultées individuellement par la direction des compagnies concernant des transactions importantes et des questions de régie interne<sup>50</sup>. En d'autres occasions, elles agissent de façon collective avec d'autres investisseurs afin d'exercer des pressions sur les entreprises<sup>51</sup>. Certains investisseurs institutionnels diffusent également auprès de leurs gérants de portefeuille et des compagnies leur politique en matière de régie d'entreprise<sup>52</sup>. Ils protègent aussi leurs intérêts par des recours devant les tribunaux et devant les organismes administratifs, de même qu'ils suggèrent des changements réglementaires auprès des gouvernements et de leurs agences<sup>53</sup>. Dans le cadre de ce processus, quelques organisations intermédiaires, tels Fairvest Securities et la Pension Investment Association of Canada (PIAC) et, aux États-Unis, le Council of Institutional Investors et le Investor Respon-

---

<sup>49</sup> Au sujet des propositions soumises par les actionnaires aux États-Unis, voir par exemple Useem, *supra* note 3 aux pp. 43-48 ; Coffee, Jr., «A Half-Time Report», *supra* note 26 aux pp. 882-92 ; Rock, *supra* note 26 aux pp. 481-90 ; Grundfest, *supra* note 43 à la p. 932 ; Black, «Shareholder Passivity», *supra* note 24 aux pp. 571-72 ; Black, «Agents Watching», *supra* note 16 à la p. 828 ; Pound, *supra* note 45 aux pp. 1050-53 ; Gilson et Kraakman, *supra* note 24 à la p. 868. Au sujet des batailles de procurations, voir R.E. Schrager, *Corporate Conflicts: Proxy Fights in the 1980's*, Washington, Investor Responsibility Research Center, 1986 aux pp. 36-37 ; Matheson et Olson, «Corporate Cooperation», *supra* note 45 à la p. 1356 ; Pozen, *supra* note 26 aux pp. 142 et 146.

<sup>50</sup> Montgomery, «Market Shift», *supra* note 13 à la p. 195 ; Koval, *supra* note 15 aux pp. 43-44 et 57-58 ; Pound, *supra* note 45 aux pp. 1046 et 1056.

<sup>51</sup> Montgomery, «Survey», *supra* note 31 aux pp. 6-8 ; Montgomery, «Market Shift», *ibid.* ; MacIntosh, «Corporate Governance», *supra* note 2 aux pp. 174-75 ; T. Corcoran, «Who's governing the governance crowd?» *The [Toronto] Globe and Mail* (30 mars 1994) B2 ; W.M. Mackenzie, «Corporate Governance News» (1994) 6 :3 Corp. Gov. Rev. 12 à la p. 13 ; Garten, *supra* note 23 à la p. 644 ; Pound, *supra* note 45 aux pp. 1049 et 1053.

<sup>52</sup> Voir par exemple les politiques suivantes : Caisse de dépôt et placement du Québec, *Politique et sommaire des principes régissant l'exercice du droit de vote de la Caisse de dépôt et placement du Québec*, Montréal, octobre 1994 ; Ontario Municipal Employees Retirement System, *Proxy Voting Guidelines*, Toronto, janvier 1993 ; Ontario Teachers' Pension Plan Board, *OTPPB Statement of Guidelines & Procedures on Proxy Voting*, 12 octobre 1995 ; PIAC, *Corporate Governance Standards of the Pension Investment Association of Canada*, Toronto ; Toronto Society of Financial Analysts, *Proxy Voting Guidelines*, Toronto, mars 1994. Aux États-Unis, voir les politiques suivantes : California Public Employees' Retirement System, *Domestic Proxy Voting Policies*, Sacramento, 17 janvier 1995 ; TIAA-CREF, *Policy Statement on Corporate Governance*, 1993 ; State of Wisconsin Investment Board, *Proxy Voting Guidelines* ; New York City Employees' Retirement System, *Statement of Procedures and Policies for Voting Proxies*, novembre 1987 tel qu'amendé au 29 juin 1995 ; Teachers' Retirement System of the City of New York, *Proxy Voting Guidelines*, 31 décembre 1994.

<sup>53</sup> Au sujet des recours judiciaires et administratifs, voir MacIntosh, «Corporate Governance», *supra* note 2 aux pp. 176-77 ; C. Bernstein, «Director's fears are justified» *The Toronto Star* (9 décembre 1991) B3 ; L. Lowenstein, *What's Wrong With Wall Street: Short-term Gain and the Absentee Shareholder*, Reading, Addison-Wesley, 1988 à la p. 60. Au sujet du lobbying exercé auprès des gouvernements par les investisseurs institutionnels, voir Mayer, *supra* note 41 ; Roe, *Strong Managers, Weak Owners*, *supra* note 24 à la p. 224 ; Blair, *supra* note 1 aux pp. 169-70 ; J.E. Zanglein, «Pensions, Proxies and Power: Recent Developments in the Use of Proxy Voting to Influence Corporate Governance» (1991) 7 Labor Lawyer 771 à la p. 794.

sibility Research Center font des efforts importants en vue de coordonner et orienter les actions des investisseurs institutionnels<sup>54</sup>.

Parmi ce groupe diversifié d'actionnaires, le style d'activisme peut varier considérablement. Dans certains cas, leurs interventions se manifestent ouvertement et peuvent parfois attirer l'attention des médias, plus particulièrement lorsque des questions controversées sont soumises aux assemblées d'actionnaires, lorsque des changements surviennent au sein de la direction des compagnies suite aux pressions exercées par les investisseurs institutionnels, ou encore lorsque des recours judiciaires ou administratifs sont intentés<sup>55</sup>. En d'autres occasions, les actions se font discrètement et sans publicité<sup>56</sup>.

Les multiples facettes des interventions des investisseurs institutionnels reflètent bien la portée étendue du phénomène que l'on désigne par l'expression «activisme». Entendu dans un sens large, ce terme permet certes de rendre compte du mouvement dans son ensemble, mais tel que défini précédemment, il n'est pas nécessairement approprié pour qualifier chacune de ses manifestations au Canada<sup>57</sup>. En effet, les démarches entreprises par les investisseurs institutionnels ne correspondent pas toujours à l'approche vigoureuse ou militante que recouvre l'expression «activisme». Une telle approche n'est qu'un des styles d'intervention employés par les actionnaires canadiens. En raison de la connotation qui sous-tend cette expression, sans compter les inférences possiblement négatives, on peut comprendre pourquoi certains observateurs ont préféré utiliser une terminologie plus neutre, parlant d'un rôle de «supervision», de «surveillance» ou de «discipline» pour désigner les différents moyens mis en oeuvre par les investisseurs institutionnels en vue d'évaluer et d'influencer le comportement des entreprises<sup>58</sup>. À cette terminologie, il y aurait lieu d'ajouter la dimension de «contrôle» exercé par certaines institutions, en particulier dans le contexte canadien.

---

<sup>54</sup> Concernant les organisations intermédiaires au Canada, voir MacIntosh, «Role of Institutional Investors», *supra* note 16 à la p. 384 ; MacIntosh, «Corporate Governance», *supra* note 2 aux pp. 175-76 ; P.G. Hellyer, «Canadian Companies Improve the Governance Profiles» (1995-96) 8:1 Corp. Gov. Rev. 7 aux pp. 7-9 ; W.M. Mackenzie, «PIAC Continues its Governance Initiatives» (1995-96) 8:1 Corp. Gov. Rev. 12 aux pp. 12-13 ; Montgomery et Leighton, *supra* note 41 à la p. 4 ; McCall, *supra* note 42 aux pp. 8-10 ; W.M. Mackenzie, «Options, Too Much of a Good Thing?» (1995) 7:3 Corp. Gov. Rev. 1 à la p. 2. Concernant les organisations intermédiaires aux États-Unis, notamment au sujet de l'*Investor Responsibility Research Center*, du *Council of Institutional Investors* et du *Institutional Shareholder Services*, voir Black, «Shareholder Passivity», *supra* note 24 à la p. 573 ; Rock, *supra* note 26 aux pp. 479-81.

<sup>55</sup> O'Barr et Conley, *supra* note 31 aux pp. 186-87.

<sup>56</sup> MacIntosh, «Role of Institutional Investors», *supra* note 16 à la p. 381 ; Montgomery et Leighton, *supra* note 41 aux pp. 7-8 ; P. Waldie, «Caisse will flex money muscles: \$41B giant to be "more active" in company management» *The [Toronto] Financial Post* (24 mars 1994) 1.

<sup>57</sup> Voir *supra* note 36 et texte correspondant.

<sup>58</sup> Les auteurs canadiens et américains se réfèrent aux termes suivants : «institutional investor monitoring», «disciplining», «oversight» ou «voice». Voir par exemple Black, «Agents Watching», *supra* note 16 aux pp. 813, n. 3 et 816 ; Fisch, *supra* note 26 à la p. 1015 ; M.A. Utset, «Disciplining Managers: Shareholder Cooperation in the Shadow of Shareholder Competition» (1995) 44 Emory L.J. 71. Sur la distinction entre les termes anglais «monitoring» et «discipline», voir Rock, *supra* note 26 à la p. 453.

Le degré d'intervention peut ainsi varier considérablement d'un investisseur à l'autre, allant d'une surveillance limitée à un contrôle élevé, dont les multiples manifestations peuvent être plus ou moins visibles. Au cours de la dernière décennie, les observateurs, tant dans la presse que dans les revues spécialisées, ont porté une attention particulière aux interventions de quelques institutions, plus spécialement à celles des gestionnaires de portefeuille du secteur public, tels la Caisse de dépôt et placement du Québec, l'Ontario Teacher's Pension Plan Board, l'Ontario Municipal Employee's Retirement System (OMERS) et leurs homologues américains comme le California Public Employees' Retirement System (CalPERS), TIAA-CREF, le State of Wisconsin Investment Board et le New York City Employee's Retirement System. Ces gestionnaires sont souvent perçus comme étant les plus actifs, alors que les institutions du secteur privé, tels les gestionnaires de caisses de retraite privées, les fonds d'investissement, les compagnies d'assurance, les sociétés de fiducie, les banques et les conseillers en placement, sont généralement considérées comme plus ou moins passives. Cette distinction entre l'approche activiste des gestionnaires du secteur public et l'attitude plus passive des autres institutions ressort également de certaines études empiriques, notamment de l'enquête effectuée en 1992 par Kathryn Montgomery<sup>59</sup>.

Tout en reconnaissant la possibilité d'établir certaines tendances, il est important de noter que les apparences de passivité et d'activisme peuvent être trompeuses, car les perceptions dépendent en grande partie de l'étendue de l'information que les acteurs sont prêts à divulguer, de même que de la publicité donnée à ces activités. À cet égard, les principaux gestionnaires de fonds du secteur public peuvent difficilement échapper à la divulgation de leurs activités et peuvent même bénéficier de la publicité générée par leurs interventions, tandis que les gestionnaires du secteur privé peuvent choisir de demeurer dans l'ombre. Il faut noter aussi que l'attitude plus ou moins active des institutions dépend d'un nombre considérable de facteurs. La nature, l'intensité et le style de surveillance exercée par celles-ci peuvent varier selon le type, la taille, la structure, les opérations, la culture et l'environnement légal propres à ces investisseurs, de même que selon la nature des questions soumises, les objectifs poursuivis et les entreprises visées. Compte tenu de la diversité des investisseurs institutionnels et des nombreux facteurs qui peuvent affecter leur comportement, il est donc important de conserver un esprit critique à l'égard des généralisations et de retenir, du moins, que l'activisme des institutions peut prendre de multiples formes qui ne sont pas toujours visibles et que les classifications entre les institutions passives et actives ne sont aucunement étanches.

### III. Différentes perceptions du mandat, différents comportements

Divers facteurs d'ordre économique, politique, juridique, organisationnel et culturel ont été mis en évidence dans la littérature spécialisée pour tenter de comprendre le comportement plus ou moins actif des investisseurs institutionnels en tant qu'actionnaires de compagnies. Parmi ces études, l'enquête effectuée par Montgomery constitue un bon point de départ dans le contexte canadien, en ce qu'elle fait ressortir, par ordre d'importance décroissante, une série d'éléments positifs et négatifs. D'une

---

<sup>59</sup> Montgomery, «Market Shift», *supra* note 13 à la p. 198.

part, parmi une dizaine de facteurs susceptibles d'entraîner l'activisme des institutions, les trois plus importants sont liés aux situations d'abus de pouvoir par la direction ou par l'actionnaire majoritaire, à l'existence d'un devoir fiduciaire envers les clients, et à la taille et nature des investissements<sup>60</sup>. D'autre part, parmi les treize raisons qui expliqueraient un comportement passif, les plus importantes sont attribuées, premièrement, aux efforts en terme de temps et de coûts que nécessitent les interventions, deuxièmement, à la connaissance insuffisante des compagnies et de l'industrie, et troisièmement, à l'existence d'investissements alternatifs<sup>61</sup>.

Dans le cadre des entrevues que nous avons effectuées aux fins de cette étude, les investisseurs institutionnels appelés à se prononcer sur des questions similaires ont également reconnu l'influence relative des nombreuses variables énumérées, mais en insistant, par la même occasion, sur l'essence même de leurs fonctions et sur l'interrelation de ces multiples facteurs d'influence. De leurs commentaires, il se dégage une trame de fond qui sous-tend plusieurs des raisons identifiées et qui tient à la perception de leur mandat comme gestionnaires de portefeuille. Qu'ils soient des investisseurs passifs ou actifs, tous admettent que leur objectif consiste à maximiser le rendement des investissements gérés. Par contre, tous n'ont pas la même vision des éléments constitutifs de leur mandat.

#### **A. Gestionnaires de fonds, propriétaires d'actions ou dirigeants d'entreprises ?**

La perception du mandat confié aux investisseurs institutionnels peut différer de façon significative selon la nature de l'institution et des investissements impliqués. La plupart des investisseurs du secteur privé interrogés au cours de notre enquête se considèrent avant tout comme des «gestionnaires de fonds» («portfolio managers»), c'est-à-dire des personnes appelées à évaluer les tendances du marché et à effectuer l'analyse financière des compagnies en vue de l'achat et de la vente de titres. Ils recherchent des investissements susceptibles d'offrir le meilleur rendement possible et une bonne liquidité. S'ils sont insatisfaits de l'entreprise dans laquelle ils investissent, ils préfèrent vendre plutôt que de redresser la situation. Cette perception s'exprime dans les termes suivants par un gestionnaire d'un important conseiller en placements du secteur privé (*Placements A*) en réponse à une question visant à déterminer la réaction de son institution en cas d'insatisfaction à l'égard des compagnies dans lesquelles elle investit :

---

<sup>60</sup> Montgomery, «Survey», *supra* note 31 aux pp. 6-7. Par ordre d'importance décroissante, les autres facteurs énumérés dans cette enquête sont les suivants : le manque de confiance à l'égard de la direction, l'insatisfaction à l'égard du rendement de la compagnie, la difficulté de disposer des investissements, la diminution de la valeur des actions, l'activisme de la part des autres institutions et, enfin, l'absence d'opportunité de placements alternatifs.

<sup>61</sup> *Ibid.* Par ordre d'importance décroissante, les autres facteurs sous-jacents à la passivité sont les suivants : le mandat perçu ou explicite comme propriétaire passif, la taille et la nature des investissements, la publicité néfaste, l'absence de leadership parmi les institutions, les conflits potentiels résultant d'opérations d'initiés, les conflits potentiels avec les autres clients, les conflits potentiels avec d'autres investissements, la pression pour le rendement à court terme, la résistance potentielle de la part de la direction.

«Généralement, on vend. On n'est pas des redresseurs de compagnies, on est des gestionnaires de portefeuille». Plus loin, il explique comme suit le comportement relativement passif de son institution dans la régie interne des compagnies : «Ce qu'on achète, c'est le 'management'. S'il y a un problème de vision d'entreprise, on ne reste pas avec ce 'management'. Donc, on vend le titre [...] On n'est pas là pour restructurer la compagnie, mais plutôt pour choisir le bon titre qui va donner le meilleur rendement». On retrouve des propos semblables chez un autre conseiller en placements, dont l'entreprise de gestion (*Placements B*) est la filiale d'une institution bancaire. Celui-ci résume sa position comme suit : «My business isn't to run a company... What I am supposed to do is maximize value over a long period of time of my client's portfolios». Dans la même veine, voici comment s'exprime le directeur des investissements d'une importante caisse de retraite privée (*Caisse privée A*), dont tous les titres canadiens sont gérés à l'interne. Il compare sa fonction à celle des gestionnaires des ligues majeures du secteur public dans les termes suivants :

We tend to go along with the company unless there is something really wrong, in which case we will sell our shares... Our decision generally, if we don't like something, is to sell the shares rather than hold on to them, without getting involved in the company. Because we are a private organization, not a government organization, we do have the responsibility to work within the private sector. Sometimes it is easier simply to sell the shares rather than to get all involved... We really look for liquidity. We are *market people*, we are not *corporate managers*. It is quite a different mentality[...] And that is a big difference between us and what you will find with somebody that you will talk to at OMERS or Teachers... I have noticed how they have changed over the years, because they did start as *portfolio managers* too, but their holdings are so large and there really is no liquidity[...] I have to be able to get out of shares, it is very important. Then, they [OMERS, Teachers] say they cannot get out of the shares... They are so big, like the Caisse [*Caisse de dépôt et placement du Québec*], relatively to our own market that it is like a dinosaur moving around in a small pond... They do get involved a lot into being the managers of the companies. They go and talk to companies about how they are running their company and how they should be more efficient. We will not. We will go to a management and will say we are unhappy [...] We will just give them hints, maybe which way they should go. But it is more likely we will leave [...] When we are asked for a vote, we will vote, but we will never go pro-actively and tell the management that we think they should straighten up. *That is not our role at all*<sup>62</sup>.

Cette constante chez la plupart de nos interlocuteurs du secteur privé traduit la vision traditionnelle du gestionnaire de portefeuille perçu comme un «conseiller en placement» qui achète ou vend des titres et qui préfère disposer de ceux-ci si le rendement de la compagnie est insatisfaisant, plutôt que de s'ingérer dans ses affaires internes. La perception de leur mandat est notamment façonnée par leur formation et leur expérience en analyse financière, de même que par la culture de l'industrie dans laquelle ils évoluent<sup>63</sup>. Comme il sera explicité davantage dans la dernière section de cette étude<sup>64</sup>,

<sup>62</sup> Nos italiques.

<sup>63</sup> L'auteur américain Black fait également référence à la formation des gestionnaires de portefeuille, voir «Shareholder Passivity», *supra* note 24 à la p. 563.

<sup>64</sup> Voir la Section 6, ci-dessous, sur les influences externes.

leur objectif est d'obtenir un rendement supérieur aux indices du marché et de se démarquer ainsi de leurs concurrents dans l'industrie en effectuant une sélection appropriée de titres et non en intervenant dans la direction ou la gestion des entreprises.

L'explication donnée par ces investisseurs pour justifier leur relative passivité consiste à définir leur mandat par opposition à la fonction attribuée normalement à un dirigeant d'entreprise ou à un propriétaire d'actions qui détient des titres à long terme et qui doit démontrer une certaine loyauté à l'égard des compagnies dans lesquelles il investit. Une opposition similaire entre les fonctions ressort également de certaines études américaines qui tentent d'expliquer le comportement passif des gestionnaires de portefeuille américains et britanniques dans la régie d'entreprise<sup>65</sup>. En faisant appel à la distinction entre les options «exit» et «voice»<sup>66</sup>, Coffee résume comme suit l'attitude d'un bon nombre d'institutions : «Structurally, historically and culturally, institutional investors are not natural monitors of management; rather, they are natural traders, inclined to rely more on exit than voice»<sup>67</sup>. Au fil des ans, devenues prisonnières en quelque sorte de leur structure, de leur histoire et de leur culture, ces institutions ont développé des compétences et des habiletés à l'intérieur d'un environnement politique et légal donné et voient difficilement la nécessité de sortir des chemins battus à moins d'être assurées de la rentabilité économique de leurs efforts<sup>68</sup>.

Par ailleurs, on remarque que la valeur des investissements et les méthodes de gestion utilisées contribuent à modifier le comportement des investisseurs institutionnels et, par le fait même, la perception de leur mandat. Au Canada, il n'est pas rare de retrouver des investissements significatifs, particulièrement parmi les investisseurs institutionnels du secteur public, compte tenu des sommes considérables que ceux-ci sont appelés à investir et de la taille relativement limitée du marché canadien des valeurs mobilières<sup>69</sup>. Plus récemment, certaines de ces institutions, en collaboration avec d'autres intermédiaires financiers, ont commencé à mettre en commun des sommes considérables pour financer des projets de grande envergure<sup>70</sup>.

---

<sup>65</sup> Coffee, Jr., «A Half-Time Report», *supra* note 26 à la p. 906. Comme leurs homologues américains, plusieurs investisseurs institutionnels britanniques se perçoivent comme suit : «We are stock traders, not business experts». Voir Black et Coffee, Jr., *supra* note 23 à la p. 2071.

<sup>66</sup> A.O. Hirschman, *Exit, Voice, and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States*, Cambridge (Massachusetts), Harvard University Press, 1970 aux pp. 4-5. Au sujet du recours à ces stratégies par les investisseurs institutionnels, voir Patry et Poitevin, *supra* note 26 aux pp. 408-10.

<sup>67</sup> Coffee, Jr., «A Half-Time Report», *supra* note 26 à la p. 906.

<sup>68</sup> Pour expliquer la difficulté des institutions à apporter des changements organisationnels majeurs en vue d'exercer une surveillance accrue des compagnies, des auteurs américains font référence à la notion de «path dependence» ; voir Black et Coffee, Jr., *supra* note 23 aux pp. 2000, 2004 et 2071 ; M.J. Roe, «Some Differences in Corporate Structure in Germany, Japan, and the United States» (1992-93) 102 Yale L.J. 1927 aux pp. 1992-93 ; Roe, *Strong Managers, Weak Owners*, *supra* note 24 aux pp. 266-67.

<sup>69</sup> Cet aspect sera examiné dans la section V, ci-dessous.

<sup>70</sup> A. Lachance, «Le boss de la Caisse : Héritier de Jean Campeau, Jean-Claude Scraire est-il l'homme de la situation ou l'homme du gouvernement ?» *Revue Commerce* (12 décembre 1995) 28. «Le PDG (J.C. Scraire) entend faire encore mieux et suivre Teachers sur la voie très lucrative des

Même s'il est impossible de déterminer, dans l'abstrait, le seuil au-delà duquel un investissement devient significatif, on constate que l'implication d'un investisseur institutionnel dans la direction d'entreprise est directement proportionnelle au pourcentage d'actions détenues dans la compagnie. À titre d'exemple, lorsqu'une institution détient plus de 5, 10 ou 15% du capital-actions d'une entreprise, la relation avec celle-ci devient inévitablement plus étroite, se traduisant notamment par des consultations régulières avec la compagnie visée. Dans une situation semblable, les investisseurs institutionnels se perçoivent, non pas uniquement comme des «gestionnaire de fonds», dans le sens décrit plus haut, mais également comme des «propriétaires» qui détiennent des actions à long terme et qui doivent effectuer un travail de supervision à l'égard des politiques et des décisions importantes de la compagnie. Le mandat va donc au-delà de la gestion traditionnelle de portefeuille. Voici comment le vice-président de la *Caisse publique C* retrace l'évolution de l'attitude de la Caisse à l'égard de la régie d'entreprise :

[Before the late 1980's], there was very little in the way of corporate governance thought about seriously because we were very much smaller then. I think we operated more like *portfolio managers*. If we did not like what was going on, we would sell it. We did not realize that we could not sell it, either because it had dropped too low and there wasn't anybody to sell it to or there was something else. The thing that brought everybody's attention was, first, the Canadian Tire and then Inco. It was those two that galvanized people's thinking and said : «Well, what's going on? Who's running the company and for whose benefit? [...] How much money do we have in these companies?» And then we started to say : «Oh God! It's pretty significant. Well isn't anybody doing anything about it or saying anything?»<sup>71</sup>

Non seulement ces gestionnaires de portefeuille des ligues majeures se considèrent-ils comme des propriétaires, mais également comme des «propriétaires permanents» qui demeurent captifs du marché canadien et qui, conséquemment, sont appelés à jouer un rôle plus actif à l'égard de la direction. Comme l'exprime le vice-président de *Caisse publique C* :

It means that we are long term investors... [S]ince BCE is the largest capitalization company in Canada and represents, maybe 8% of the TSE, probably 8% of our equity funds are going to be in BCE. On occasion, we might have 10 or 11, if we fall in love with it, or it might be down to 6 or 7 if we hated it. But we are never going to be out of it. So we began to realize that we are permanent investors in BCE [...] and we are significant investors, probably the third largest owner of the company [...] We simply must pay attention [...].

De même, la perception des investisseurs institutionnels comme «propriétaires d'actions» ressort clairement des propos du vice-président aux investissements de la *Caisse publique B*, lorsque celui-ci fait état des communications avec la direction des entreprises concernant les questions stratégiques :

---

opérations de banques d'affaires. C'est ainsi qu'il a participé au consortium financier qui a appuyé la fusion des papetières Stone Consolidated et Rainy River» *ibid.* à la p. 34.

<sup>71</sup> Nos italiques.

Consulting regarding corporate strategy? I would say particularly where the stocks are held in an active fashion [...] We do that on a regular basis. We visit companies to discuss their operations in the companies in which we have active holdings. The point is : we don't consult with them because of the proxy. We consult with them because we are *an owner* of that company<sup>72</sup>.

La difficulté, voire l'impossibilité, de disposer de ce type d'investissements ne peut qu'engendrer cette loyauté et, selon les circonstances, un activisme plus marqué de la part des investisseurs institutionnels. Il ne faut pas croire, cependant, que seuls les gestionnaires de portefeuille du secteur public se retrouvent dans une telle situation. Même si la tendance générale des gestionnaires du secteur privé semble favoriser les investissements liquides et une attitude relativement passive à l'égard de la régie interne des entreprises, la taille des investissements et le comportement de ces gestionnaires peut aussi varier de façon significative. En faisant état des réactions possibles de son institution en cas d'insatisfaction par rapport à la direction d'une entreprise, le secrétaire du *Fonds mutuel A* souligne que l'attitude de son institution dépendra de plusieurs facteurs et que, parmi ceux-ci, l'existence d'investissements significatifs pourra la forcer à réagir autrement que par la vente de ses actions<sup>73</sup>.

The answer I give to this could be all of «a)» to «d)». It depends on the situation. «E» [*conserver les placements*] : would not be typical. If we strongly disagreed, we wouldn't just sit there passively and not do anything. We could sell our holdings if there was liquidity in the market to do it. All I say is «a)» to «d)» depending on the issuer, its prospects, the size of the holding and liquidity in the market. Reducing our holdings without doing anything else is less likely also, but we are probably more likely to reduce our holdings and complain or retain our holdings and complain. It is a lot harder when you own a big block of companies to start to unwind positions.

Du côté du secteur public, même si leurs investissements significatifs et leurs manifestations d'activisme sont souvent donnés en exemple, les gestionnaires interrogés reconnaissent que leurs méthodes de gestion varient et que leur activisme ne vise en fait qu'une partie de leur portefeuille d'actions. Les propos du vice-président aux investissements de la *Caisse publique A* illustrent bien cette distinction :

À la *Caisse publique A*, on gère nos placements en actions de deux façons. Il y a la façon «exit», c'est 80% du portefeuille, soit à peu près 10 milliards. «exit», c'est-à-dire qu'on achète et on vend. Il n'y a aucune loyauté : «In and out.» On achète les actions d'une compagnie, et si à un moment donné on l'aime plus, on les vend. Mais malgré cela, BCE, on l'achète, on la vend, mais BCE c'est 8% de l'indice. Si on n'aime pas BCE, on prend un très, très gros risque de ne

<sup>72</sup> Nos italiques.

<sup>73</sup> La question à laquelle ce participant était appelé à répondre était libellée comme suit : Au cours des dernières années, quel comportement votre institution a-t-elle habituellement adopté dans les cas où elle était en désaccord avec la direction des compagnies dans lesquelles elle investit ?

- a) Disposition des placements
- b) Diminution des placements
- c) Diminution des placements et interventions en vue d'influencer la direction
- d) Conservation des placements et interventions en vue d'influencer la direction
- e) Conservation des placements

pas être dans BCE. Or, si on n'était pas content du management de BCE, l'approche «exit» ne serait pas pertinente parce qu'on ne peut pas sortir de BCE. C'est 600 millions de dollars qui y sont placés.

Tout en reconnaissant l'implication plus grande des investisseurs institutionnels dans le cas d'investissements significatifs, un gestionnaire de la *Caisse publique B* tient à préciser qu'ils ne deviennent pas pour autant des «associés» et que leur rôle est de surveiller la direction, comme le ferait un mandant à l'égard de son mandataire : «[w]hen we own shares, we are an owner of that company, not a partner. We are not a partner with management. Management works for us. And if they are not doing their job properly, then we will hold them [responsible]. And if the board of directors isn't holding to [that] task, then we will. We are not treating that [case] as a partnership with Mr. X [le principal actionnaire et dirigeant d'une compagnie dans laquelle cette caisse détient un investissement significatif]». Et il conclut en ces termes : «[t]his is a public company [...] and our interests have to be the interests of all the shareholders». En tant que gestionnaire d'une caisse de retraite publique, cette prudence dans le choix des termes est certes prévisible, car le rôle d'associé pourrait être perçu, aux yeux du public, comme outrepassant le mandat confié habituellement à un investisseur institutionnel<sup>74</sup>.

Il y a lieu de mentionner, par contre, que la fonction de supervision plus étroite qu'exercent les institutions dans certaines entreprises s'apparente à plusieurs égards à une fonction de «dirigeants» ou de «gestionnaires d'entreprise», même si elles n'en reçoivent pas le titre formellement. Par exemple, les consultations et les négociations sur les questions stratégiques et sur le choix des principaux dirigeants, auxquelles certaines institutions sont appelées à participer, se rapprochent étroitement du travail de supervision confié habituellement aux membres des conseils d'administration des grandes entreprises. Au-delà des normes légales qui établissent un partage des pouvoirs entre les dirigeants et les actionnaires, il est donc difficile d'établir concrètement une ligne de démarcation claire entre les fonctions exercées, car la propriété d'actions peut également impliquer un travail de supervision et de contrôle de la part des actionnaires. En fait, indépendamment des titres officiels conférés aux principaux acteurs d'une compagnie, on constate que la détention d'un pourcentage relativement important d'actions risque d'entraîner une confusion de rôles entre les dirigeants et les propriétaires d'actions. Cette confusion de rôles peut être plus ou moins manifeste car, placées dans des situations semblables, certaines institutions semblent craindre de révéler la nature exacte de leurs relations, comme si la légitimité de leurs actions pouvait alors être mise en doute. La question est de savoir maintenant si ces craintes sont justifiées, ce qui dépasse le cadre de cette étude. On peut noter, du moins, que la gestion de portefeuille, au Canada, a connu des changements profonds au cours des deux dernières décennies et que certaines institutions sont graduellement sorties du cadre traditionnel rattaché à ce travail en exerçant des fonctions de plus en plus polyvalentes et complexes, mais sans

---

<sup>74</sup> Voir par exemple S. Davison, «Stirring pension plan mammoth beginning to spark controversy: Questions greet new tactics of Ontario Teachers' Pension Fund» *The Toronto Star* (13 mars 1995) D6. Par contre, la référence à la notion d'associé n'est pas toujours perçue de façon négative. On peut lire, à ce sujet, les propos d'un ancien président de la Caisse de dépôt qui reconnaît expressément le rôle de la Caisse comme «associée» dans plusieurs compagnies. Voir Guy Savard, «The Caisse: A Balancing Act» (1993) 58:1 *Business Quarterly* 30 aux pp. 31, 35 et 36.

que les mentalités aient eu le temps de s'adapter à ces nouvelles réalités et d'en apprécier toutes les implications.

### **B. Poursuite d'objectifs collatéraux de nature économique, politique et sociale**

Tel que mentionné précédemment, les investisseurs institutionnels, en raison de leur mandat de gestionnaires, doivent maximiser le rendement de leurs investissements et, dans la poursuite de cet objectif, certains facteurs peuvent contribuer plus particulièrement à l'émergence d'un activisme de leur part. Parallèlement à cet objectif d'optimisation du rendement financier, le mandat confié aux investisseurs peut prévoir un second volet qui peut également favoriser leur activisme. Tel est le cas, notamment, pour les institutions dont la mission comprend des objectifs collatéraux de nature économique, politique et sociale.

Dans plusieurs états américains, la législation et les politiques régissant les caisses de retraite du secteur public et les fonds créés par les syndicats prévoient diverses dispositions qui visent à promouvoir le développement économique local, l'environnement, le bien-être public, la protection des droits fondamentaux et l'éthique<sup>75</sup>. On retrouve ainsi plusieurs exemples aux États-Unis où les institutions, dans la poursuite de tels objectifs, ont canalisé une partie de leurs investissements dans les entreprises d'une région donnée pour encourager, notamment, la création d'emplois et la construction de maisons unifamiliales ou pour aider des entreprises en difficultés financières, ou encore ont tout simplement refusé d'investir dans certains pays, comme en Afrique du Sud ou en Irlande<sup>76</sup>. De même, en tant qu'actionnaires, certains investisseurs institutionnels ont soumis ou appuyé des propositions en matière de responsabilité sociale lors des assemblées générales d'actionnaires<sup>77</sup>. Or, la poursuite de tels objectifs ne manque pas de susciter la critique d'un bon nombre d'observateurs, surtout lorsqu'elle influence le comportement des investisseurs dans

<sup>75</sup> Voir par exemple Romano, *supra* note 26, particulièrement aux pp. 808-11 ; J. Melton et M. Keenan, *The Socially Responsive Portfolio: Balancing Politics and Profits in Institutional Money Management*, Chicago, Probus, 1994 ; B. Longstreth et H.D. Rosenbloom, *Corporate Social Responsibility and the Institutional Investor*, A Report to the Ford Foundation, New York, Praeger, 1973 ; P.J. Wessel, «Job Creation for Union Members Through Pension Fund Investment» (1986) 35 Buff. L. Rev. 323 ; A. Bradley, *How Institutions Voted on Social Policy Shareholder Resolutions*, Washington, IRRRC, 1994 ; R.G. Vanecko, «Regulations 14A and 13D and the Role of Institutional Investors in Corporate Governance» (1992-93) 87 Nw. U. L. Rev. 376 à la p. 412 et s. ; K.F. Murrmann, J.D. Schaffer et R.E. Wokutch, «Social Investing by State Public Employee Pension Funds» (1984) Labor L.J. 360.

<sup>76</sup> Romano, *supra* note 26 aux pp. 801-11 ; Murrmann, Schaffer et Wokutch, *ibid.* aux pp. 360-61 et 366.

<sup>77</sup> Bradley, *supra* note 75 ; K.M. Johnson, *How Institutions Voted on Social Policy Shareholder Resolutions in the 1990 Proxy Season*, Washington, IRRRC, 1990 ; M.A. Keller, *How Institutions Voted on Social Responsibility Shareholder Resolutions in the 1989 Proxy Season*, Washington, IRRRC, 1989 ; R.A. Williams, *How Institutions Voted on Social Responsibility Shareholder Resolutions in the 1988 Proxy Season*, Washington, IRRRC, 1988 ; H.J. Welsh, *How Institutions Voted on Social Responsibility Shareholder Resolutions in the 1987 Proxy Season*, Washington, IRRRC, 1987.

le choix spécifique de leurs investissements<sup>78</sup>. On considère que la prise en compte de ces objectifs collatéraux est incompatible avec l'obligation fiduciaire imposée à ces gestionnaires qui doivent maximiser le rendement de leurs investissements dans l'intérêt de leurs bénéficiaires.

Cette controverse trouve également un écho au Canada concernant plus particulièrement la Caisse de dépôt et placement du Québec, dont la «mission consiste à réaliser un rendement financier optimal, et à contribuer par son action au dynamisme de l'économie du Québec, tout en veillant à la sécurité des capitaux sous gestion»<sup>79</sup>. Même si la Caisse de dépôt insiste sur la compatibilité de ces deux objectifs, plusieurs observateurs de la scène financière considèrent que le deuxième volet de la mission est inapproprié, en ce qu'il permet d'agir conformément à des visées politiques, de façon à privilégier des investissements de nature locale au détriment des intérêts des bénéficiaires et des actionnaires<sup>80</sup>. Il va sans dire que les critiques portent ainsi une attention particulière à certains choix d'investissement qui se sont avérés peu judicieux *a posteriori*, notamment dans les affaires Steinberg et Provigo<sup>81</sup>.

Pour le moment, notre objectif n'est pas d'évaluer la mission de la Caisse de dépôt et la justesse des propos exprimés à son sujet, mais plutôt de mettre en évidence les éléments de son mandat qui peuvent l'inciter à assumer un rôle plus actif dans certaines entreprises. D'une part, tout comme les autres investisseurs institutionnels, la Caisse de dépôt peut juger opportun d'intervenir dans la direction des compagnies dans le but d'optimiser le rendement de ses investissements. D'autre part, parallèlement à cet objectif d'optimisation, elle peut vouloir intervenir dans le but de promouvoir le développement économique du Québec. À titre d'exemple, sa participation au sein d'une quarantaine de conseils d'administration lui permet, non seulement de superviser plus étroitement la gestion des compagnies dans l'intérêt des actionnaires, mais également de s'assurer que les intérêts économiques du Québec soient pris en compte si nécessaire<sup>82</sup>. En cela, la mission de la Caisse et les incitatifs qui en découlent se distinguent de ceux attribués à ses homologues dans le domaine de la gestion de portefeuille, dont la charge (officiellement du moins) se limite à un objectif d'optimisation du rendement

---

<sup>78</sup> Romano, *supra* note 26. Les auteurs O'Barr et Conley rapportent, à ce sujet, les propos de certains gestionnaires de portefeuille, voir *supra* note 31 aux pp. 116-22.

<sup>79</sup> Caisse de dépôt et placement du Québec, *Rapport annuel*, 1994 à la p. 4.

<sup>80</sup> M. Côté et L. Courville, «La perception de la Caisse de dépôt et placement du Québec par les chefs d'entreprise» dans C.E. Forget, dir., *La Caisse de dépôt et placement du Québec*, Montréal, Institut C.D. Howe, 1984, 74 ; P. Arbour, *Québec Inc. et la tentation du dirigisme*, Montréal, L'Étincelle, 1993 aux pp. 17-81. Pour une analyse des implications économiques du deuxième volet de la mission de la Caisse de dépôt, voir J.E. Pesando, *An Economic Analysis of Government Investment Corporations, with Attention to the Caisse de Dépôt et Placement du Québec and the Alberta Heritage Fund*, Ottawa, Economic Council of Canada, mars 1985 aux pp. 3:8-3:10.

<sup>81</sup> Voir par exemple Arbour, *ibid.* ; J. Davidson, «Quebec's image tarnished by Caisse-Provigo deal: The [Montreal] Gazette (15 juin 1993) D1 ; «Caisse-Criticism» *Canadian Press* (26 juillet 1993) ; «Steinberg Fails Quebec Inc. Test» *The [Toronto] Financial Post* (24 avril 1992) 10.

<sup>82</sup> Selon les informations recueillies au cours de nos entrevues, la Caisse de dépôt exigerait une présence au sein des conseils d'administration des compagnies publiques (ouvertes) dans lesquelles elle détient au moins 10% des actions.

financier. Par ailleurs, on remarque que le rôle interventionniste exercé par la Caisse de dépôt peut ressembler, à certains égards, à celui joué par d'autres investisseurs institutionnels, en ce qu'il dépasse la simple fonction de «gestion de portefeuille» et de «propriétaire d'actions» pour intégrer une fonction de dirigeant ou de gestionnaire d'entreprise.

### **C. Respect de devoirs fondamentaux envers les clients ou les bénéficiaires**

Dans le cadre de leur mandat de gestion, les investisseurs institutionnels peuvent être appelés à exercer un droit de regard dans l'administration des compagnies afin de respecter certaines obligations minimales de prudence et de diligence qui leur sont imposées par la loi ou par les documents qui régissent leurs relations avec leurs clients ou leurs bénéficiaires<sup>83</sup>. Le mandat qui leur est confié et les obligations sous-jacentes peuvent donc amener les gestionnaires à exercer certains droits qui découlent de la propriété des actions qui composent leur portefeuille<sup>84</sup>. Dans le rôle de surveillance qu'implique la détention d'actions, l'exercice des droits de vote constitue un des premiers moyens d'intervention qui permettent aux institutions de protéger leurs intérêts en participant à l'élection ou à la destitution des administrateurs, de même qu'à l'approbation des changements structurels importants lors des assemblées des actionnaires<sup>85</sup>. Cependant, même si l'exercice des droits de vote apparaît comme un devoir minimal, les gestionnaires ne partagent pas tous nécessairement les mêmes préoccupa-

---

<sup>83</sup> Pour les administrateurs de régimes de retraite, voir par exemple *Loi sur les régimes complémentaires de retraite*, L.R.Q., c. R-15.1, art. 151 [ci-après L.R.C.R.] ; au sujet de cette loi, voir Y. Ouellette, «La nouvelle Loi sur les régimes complémentaires de retraite : la composition et la responsabilité des Comités de retraite» (1991) 25 R.J.T. 147 ; en Ontario, voir *Pension Benefits Act*, S.O. 1987, c. 35, art. 23 ; pour les devoirs imposés aux conseillers en valeurs, voir la *Loi sur les valeurs mobilières*, L.R.Q., c. V-1.1 [ci-après L.V.M.], Règlement, art. 234.1. Concernant les obligations découlant du contrat de la gestion de portefeuille, voir Beaudoin, *supra* note 1 aux pp. 85-126. Concernant les devoirs généraux imposés aux administrateurs du bien d'autrui au Québec, voir *Code civil du Québec*, art. 1309-1318 ; concernant les devoirs fiduciaires des administrateurs de régimes de retraite dans les provinces de common law, voir M.L. Dickson, «The Administrator of Pension Plans and The Administrator's Agent: Their Duties and Responsibilities» (1988-89) 9 *Estates & Trusts Journal* 39 ; C.R. McCall, «Pension Plan Administration and Proxy Voting: Fiduciary Responsibilities and Liabilities» (1994) 6 :3 *Corp. Gov. Rev.* 1. De façon générale, voir B.Z. Gelfand, *Regulation of Financial Institutions*, Scarborough, Carswell, 1995.

<sup>84</sup> Concernant les obligations minimales prévues habituellement dans les contrats qui régissent les relations entre les gestionnaires de portefeuille et leurs clients, voir Pozen, *supra* note 26 aux pp. 143-44.

<sup>85</sup> *Loi sur les compagnies*, L.R.Q., c. C-38, art. 21, 63, 77, 87, 89, 92, 123.101 et s., 123.77 et 123.126 [ci-après L.C.Q.] ; L.C.S.A., *supra* note 37, art. 6(3), 103(5), 106(3), 109, 173 et s. et 183. L'approbation des actionnaires est nécessaire pour trois types de changements : les changements d'ordre financier (augmentation ou diminution du capital-actions, création de nouvelles catégories d'actions ou modification des droits et obligations des actions existantes), les changements affectant les structures de base de la compagnie et les changements remettant en question l'existence corporative. Règle générale, l'approbation de ces changements se fait par le vote favorable des deux tiers des actionnaires réunis en assemblée générale.

tions à cet égard et, conséquemment, le temps et les ressources alloués à ce type d'interventions peuvent varier considérablement.

Aux États-Unis, les gestionnaires de caisses de retraite, qui constituent de loin les plus importants investisseurs institutionnels, ont modifié graduellement leur comportement en tant qu'actionnaires des compagnies en portant de plus en plus d'attention à l'exercice de leurs droits de vote au cours de la dernière décennie. Les facteurs les plus significatifs qui expliqueraient ce changement d'attitude ont été l'adoption, en 1974, de la loi fédérale régissant les caisses de retraite, surnommée *ERISA*, de même que les efforts déployés par la suite par l'administration fédérale pour sensibiliser les gestionnaires à l'existence de leurs devoirs fiduciaires, tel que prévu dans cette législation<sup>86</sup>. Depuis 1988, le ministère du travail, responsable de cette loi, a largement publicisé des directives précisant que les devoirs fiduciaires comportaient une obligation d'exercer les droits de vote rattachés aux actions détenues par les gestionnaires<sup>87</sup>.

Ces efforts de sensibilisation ont, semble-t-il, contribué à modifier sensiblement le comportement des gestionnaires de caisses de retraite à l'égard de l'exercice des droits de vote. Les auteurs O'Barr et Conley soulignent, au terme de leurs entrevues auprès d'investisseurs institutionnels, que les gestionnaires de caisse de retraite privée respectent fidèlement les directives du ministère fédéral du travail mentionnées précédemment, tout en notant par ailleurs qu'en comparaison avec leurs homologues du secteur public, ils semblent manifester peu d'enthousiasme face aux interventions sur la régie d'entreprise<sup>88</sup>. En fait, pour ces gestionnaires, l'important est de respecter leurs devoirs fiduciaires prévus par la loi, et donc de prendre les mesures nécessaires pour exercer les droits de vote en portant une attention particulière aux sujets qui peuvent avoir un impact direct sur la valeur des actions<sup>89</sup>. Ces gestionnaires en sont donc venus graduel-

---

<sup>86</sup> Voir *Employee Retirement Income Security Act of 1974*, 29 U.S.C. §§ 1001 et s. Au sujet de cette législation et des devoirs fiduciaires, voir B.L. Krikorian, *Fiduciary Standards in Pension and Trust Fund Management*, Stoneham, Butterworth, 1989 aux pp. 225-32. Au sujet de l'influence de cette législation sur le comportement des gestionnaires des caisses de retraite et des efforts de sensibilisation du U.S. Department of Labor (DOL), voir W.L. Cary et M.A. Eisenberg, *Cases and Materials on Corporations*, 7<sup>e</sup> ed., New York, Foundation Press, 1995 aux pp. 246-49 ; O'Barr et Conley, *supra* note 31 aux pp. 181-85 ; Rock, *supra* note 26 aux pp. 477-78.

<sup>87</sup> Cary et Eisenberg, *ibid.* à la p. 247. En 1988, le ministère du travail a fait parvenir une lettre contenant ces directives au président du Comité de la caisse de retraite de la compagnie Avon. Les auteurs font souvent référence à cette lettre, surnommée *Avon Letter*, qui a été largement diffusée. Par la suite, en 1990, cette prise de position a été réitérée et précisée davantage dans une lettre envoyée à Robert A.G. Monks, qui était alors président d'une importante association d'investisseurs institutionnels, soit l'*Institutional Shareholders Services*. Depuis lors, l'administration a publié régulièrement un bulletin d'interprétation en vue de formaliser sa position à ce sujet. Voir le plus récent bulletin : 29 *Code of Federal Regulations* Part 2509, 94-2 (1995).

<sup>88</sup> O'Barr et Conley, *supra* note 31 aux pp. 183, 185 et 194-95.

<sup>89</sup> *Ibid.* Voir aussi l'analyse de Black et Coffee Jr. au sujet du comportement des investisseurs institutionnels britanniques, comparativement à leurs homologues américains, *supra* note 23 aux pp. 2038-40.

lement à considérer l'exercice des droits de vote comme faisant partie intégrante de leur mandat de gestion et de leur devoir général de prudence et de diligence<sup>90</sup>.

Même s'ils ne sont pas assujettis à l'*ERISA*, les gestionnaires du secteur public interrogés par O'Barr et Conley reconnaissent d'emblée la nécessité d'exercer leurs droits de vote — ce qui correspond à leur tendance interventionniste plus marquée<sup>91</sup>. Non seulement se préoccupent-ils de respecter cette obligation minimale et implicite de leur mandat, mais ils prennent également l'initiative de soumettre des propositions d'actionnaires et de développer des politiques en vue de publiciser leurs prises de position sur différents sujets concernant la régie d'entreprise, notamment les mesures défensives, le vote confidentiel, la rémunération des dirigeants, la structure et la composition des conseils d'administration<sup>92</sup>.

Il semble qu'il y ait également, au Canada, une préoccupation croissante de la part des investisseurs institutionnels à l'égard de l'exercice des droits de vote rattachés aux actions des compagnies et ce, même en l'absence d'exhortations comparables à celles diffusées par le ministère américain du travail en vertu de l'*ERISA*. À titre indicatif, l'enquête menée par Montgomery auprès d'une centaine d'institutions montre que celles-ci considèrent l'exercice des droits de vote comme le moyen d'action le plus important pour influencer les entreprises dans lesquelles elles investissent<sup>93</sup>. Cependant, mis à part ce désir d'influencer la direction des entreprises, il n'existe aucun moyen de vérifier dans quelle mesure et de quelle façon les institutions s'acquittent généralement de leurs obligations à cet égard. Le degré d'attention qu'elles accordent à cette tâche peut varier considérablement selon la nature des institutions, les méthodes de gestion, les investissements en cause et les questions soulevées.

<sup>90</sup> O'Barr et Conley, *ibid.* à la p. 183.

<sup>91</sup> En vertu de la *common law* et des lois spéciales qui prévoient leur constitution, les institutions du secteur public sont apparemment assujetties à des normes semblables à celles prévues à l'*ERISA*. Voir *The Impact of Institutional Investors*, *supra* note 41 à la p. 28.

<sup>92</sup> *Ibid.* aux pp. 185-88. Pour des exemples de politiques adoptées par les gestionnaires de caisse de retraite du secteur public, voir California Public Employees' Retirement System, *Domestic Proxy Voting Policies*, Sacramento, janvier 1995 ; TIAA-CREF, *Policy Statement on Corporate Governance*, 1993 ; State of Wisconsin Investment Board, *Proxy Voting Guidelines* ; New York City Employees' Retirement System, *Statement of Procedures and Policies for Voting Proxies*, as amended on June 29, 1995 ; Teachers' Retirement System of the City of New York, *Proxy Voting Guidelines*, 31 décembre 1994. Concernant les interventions des investisseurs institutionnels axées sur l'exercice des droits de vote, voir Black, «Shareholder Passivity», *supra* note 24 aux pp. 571-72 ; Pound, *supra* note 45 aux pp. 1047-1053 et 1057.

<sup>93</sup> Par ordre d'importance décroissante, les divers moyens d'intervention énumérés par Montgomery sont les suivants : 1) Voter par procuration indépendamment de la direction 2) Agir de façon collective avec d'autres actionnaires pour exercer des pressions 3) Consultations avec la direction concernant les résultats 4) Consultations avec la direction — dialogues à caractère général 5) Consultations avec la direction concernant la composition du conseil d'administration 6) Mise en place de politiques concernant l'exercice des droits de votes aux fins de diffusion auprès de la direction 7) Questions lors des assemblées d'actionnaires 8) Nomination d'administrateurs spécifiques au sein du conseil d'administration 9) Consultations avec la direction concernant les procédures du conseil d'administration. Voir Montgomery, «Survey», *supra* note 31 aux pp. 6-8.

Pour les institutions de taille importante, certains indices permettent de croire que le respect de ce devoir constitue une préoccupation réelle. Parmi ces indices, on peut citer les politiques adoptées au cours des cinq dernières années par les plus importants gestionnaires de portefeuille du secteur public tels la Caisse de dépôt, Teachers et OMERS<sup>94</sup>. Ces derniers ont chacun adopté une politique qui définit les principes devant régir l'exercice des droits de vote dans les entreprises en portefeuille, notamment sur les questions concernant le conseil d'administration, la rémunération de la direction, les offres publiques d'achat et les droits des actionnaires. Une de ces politiques, celle adoptée par Teachers, précise même de façon détaillée le processus de cet exercice à l'égard de la gestion interne et externe de son portefeuille<sup>95</sup>. Dans le cadre de la gestion interne, les questions délicates font l'objet d'une attention particulière de la part des personnes chargées d'évaluer l'opportunité des actions requises. Des discussions sont prévues avec les principaux dirigeants et, dans les cas les plus controversés, le comité des investissements du conseil d'administration de la caisse de retraite est avisé de la position suggérée par le personnel. Dans le cadre de la gestion externe, les gestionnaires doivent agir conformément aux principes établis dans cette politique et rendre compte annuellement de leurs actions quant à l'exercice des droits de vote. L'adoption d'une politique semblable fournit ainsi un cadre de référence à partir duquel les gestionnaires peuvent évaluer les questions soumises en tenant compte des particularités de chaque situation. En 1995, par exemple, Teachers expose dans son rapport annuel qu'elle a exercé ses droits de vote à l'égard des actions détenues dans 317 compagnies publiques canadiennes et qu'elle s'est opposée à 111 propositions (35%) soumises en vue des assemblées d'actionnaires, considérant que ces dernières allaient à l'encontre des meilleurs intérêts des actionnaires<sup>96</sup>.

De même, à la lumière de nos discussions avec les investisseurs institutionnels, on constate qu'il existe une préoccupation face à l'exercice des droits de vote, mais que celle-ci se manifeste avec une intensité variable et selon des approches diverses. Certains ont adopté une politique interne concernant cet aspect de leur mandat de gestion, alors que d'autres s'inspirent plutôt des politiques ou des recommandations soumises par certaines organisations intermédiaires. Nos interlocuteurs font tous une distinction entre, d'une part, les questions de routine, qui caractérisent la très grande majorité des propositions soumises, et, d'autre part, les questions controversées, à l'égard desquelles ils portent une attention particulière. Ils se préoccupent notamment des propositions concernant les mesures défensives, la rémunération des dirigeants et les changements structurels importants. Pour guider leurs actions dans ces cas-là, ils tiennent compte, s'il y a lieu, de leur politique interne ou encore des recommandations soumises par le courtier Fairvest Securities, qui offre un service de conseil aux investisseurs institutionnels. Certains de ces gestionnaires s'inspirent aussi des politiques adoptées par d'autres associations telles PIAC et la Toronto Society of Financial Analysts.

---

<sup>94</sup> Voir par exemple Caisse de dépôt et placement du Québec, *supra* note 52 ; Ontario Municipal Employees Retirement System, *supra* note 52 ; Ontario Teachers' Pension Plan Board, *supra* note 52.

<sup>95</sup> Ontario Teachers' Pension Plan Board, *ibid.*

<sup>96</sup> Ontario Teachers' Pension Plan Board, *Annual Report 1995* à la p. 20.

Si tous semblent manifester un intérêt plus marqué pour les questions controversées, il demeure difficile de connaître l'ampleur réelle de la surveillance exercée par les investisseurs institutionnels à l'égard des compagnies en portefeuille. Il est permis de penser que certains investisseurs procèdent à une surveillance limitée de ces compagnies, compte tenu de l'importance relative de leurs investissements dans celles-ci et de leurs méthodes de gestion. Certains de nos interlocuteurs font d'ailleurs état de facteurs de cette nature pour expliquer la différence de comportement entre les investisseurs. Voici comment le vice-président responsable des investissements à la *Caisse publique B* s'exprime au sujet de l'attention que portent généralement les gestionnaires de caisse de retraite privée à l'exercice des droits de vote rattachés aux actions de leur portefeuille :

*Would you say that there are many proxy guidelines in Canada ?*

I would say there is a huge break, if you look at the large public funds. Some of them will have guidelines if you drop down into the relatively large, but privately sponsored pension plans have little or no interest in this subject at all, as far as I am concerned. When I go to PIAC, there are 127 members of pension plans that are members of PIAC. And when you try to discuss things like proxy voting in one of those meetings, the majority of the members' eyes glaze over and they have a little nap. The large pension funds debate the things for a while...The point is : we manage money internally. Most pension funds do not manage money internally. They parcel it out to outside managers and there is [...] a sort of a distancing of yourself from that responsibility when that happens.

Ce même dirigeant fait ressortir un autre facteur d'influence, lequel sera examiné dans la dernière section et est relié aux situations de conflits d'intérêts susceptibles de freiner l'activisme des gestionnaires de caisse de retraite du secteur privé<sup>97</sup>. En dernier lieu, lorsqu'appelé à se prononcer sur le comportement des autres gestionnaires de portefeuille, tels les conseillers en placement et les fonds mutuels, cet interlocuteur fait de nouveau référence à la taille des institutions tout en notant une différence au plan des obligations légales imposées aux investisseurs institutionnels. Il conclut en ces termes : «[t]he large fund managers who manage pension funds are more likely to vote their proxies than the mutual fund managers, because there is a direct connection. The legislation gives them a direct duty».

En résumé, dans l'esprit de cet intervenant, les différences de comportement entre les investisseurs institutionnels s'expliqueraient notamment par l'importance économique des institutions, par l'existence d'obligations légales et par les méthodes de gestion différentes<sup>98</sup>. À son avis, les institutions qui semblent plus préoccupées par les ques-

<sup>97</sup> Voir à ce sujet la section 6.3, ci-dessous.

<sup>98</sup> Concernant l'opinion exprimée par ce dirigeant au sujet des obligations légales imposées aux investisseurs institutionnels, il y a lieu de se demander si les gestionnaires de fonds mutuels ne sont pas tenus à des devoirs semblables à ceux imposés aux administrateurs de caisses de retraite. Voir par exemple *Ontario Securities Act*, R.S.O. 1990, c. S. 5, art. 114(1). Au sujet des devoirs fiduciaires applicables aux conseillers en placement et aux fonds d'investissement aux États-Unis, voir T. Frankel, *The Regulation of Money Managers*, vol. 2, Boston, Little, Brown & Co, 1978 à la p. 343 et s. Sur les obligations minimales généralement prévues dans les relations contractuelles des fonds mutuels, voir Pozen, *supra* note 26 aux pp. 143-44. Par ailleurs, même si l'opinion exprimée précédemment était

tions relatives à l'exercice des droits de vote figurent parmi les plus importantes et assurement la gestion de leurs actifs à l'interne, tandis que les autres gestionnaires délégueraient la gestion à l'externe, se distançant ainsi des compagnies dans lesquelles ils investissent<sup>99</sup>.

Ces propos trouvent un écho auprès de certains auteurs, qui considèrent également que la délégation de pouvoirs à des gestionnaires externes constitue un des facteurs contribuant à la passivité des investisseurs institutionnels à l'égard des compagnies en portefeuille<sup>100</sup>. On prétend que les gestionnaires externes, en raison du mandat de placement qui leur est confié et de leur structure de rémunération, voient peu d'intérêt, d'un point de vue économique, à consacrer des énergies importantes à l'exercice de leurs pouvoirs de surveillance en tant qu'actionnaires des compagnies faisant partie de leur portefeuille<sup>101</sup>. Confrontés à une vive concurrence au sein de l'industrie de la gestion de portefeuille, ils consacraient principalement leur temps et leurs ressources à l'analyse des titres aux fins de placement, plutôt qu'à interagir à ti-

---

inexacte d'un point de vue formel, il est intéressant d'observer dans quelle mesure le degré d'intériorisation des normes légales est susceptible d'influencer le comportement des investisseurs.

<sup>99</sup> Les institutions financières peuvent s'acquitter de leur mandat de plusieurs façons, entre autres, en conservant à l'interne la gestion du portefeuille, y incluant l'exercice des droits de vote, ou en déléguant cette gestion à des gestionnaires externes en partie ou en totalité. Aux fins de l'exercice des droits de vote, les gestionnaires externes peuvent aussi se voir confier une discrétion totale ou limitée, dans la mesure où leurs mandants peuvent soit leur demander de voter conformément à certaines politiques ou principes pré-établis, soit conserver le pouvoir de leur donner des instructions spécifiques sur les questions controversées. Au sujet de l'administration des caisses de retraite du secteur privé et de la délégation des pouvoirs de gestion, voir L.R.C.R., *supra* note 83, art. 152-155 et 168-170 ; Rousseau, *supra* note 15 aux pp. 317-19. 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 rentes. Lorsque le régime de retraite est garanti, le comité de retraite n'a aucun contrôle sur les placements qui sont effectués avec les contributions versées par les participants. Dans le cas d'un régime de retraite «en fiducie», le comité de retraite est responsable de l'application des modalités du régime. À cet effet, il doit notamment établir une politique de placement qui déterminera comment seront investis les fonds sous sa responsabilité. Le comité de retraite peut déléguer ses pouvoirs de gestion du régime (art. 152-55). 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 dernier. Ce 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 plusieurs gestionnaires grâce à des ententes contractuelles. En outre, rien n'empêche ces gestionnaires de sous-déléguer la gestion de la caisse à un autre gestionnaire (art. 152). 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 le portefeuille du régime. Cet exercice pourra toutefois être circonscrit par la politique de placement établie par le comité de retraite. De façon générale, concernant le processus relatif à l'exercice des droits de vote par les institutions financières aux États-Unis, voir Krikorian, *supra* note 86 aux pp. 187-232.

<sup>100</sup> Coffee, Jr., «A Half-Time Report», *supra* note 26 aux pp. 861-68 ; Barnard, *supra* note 42 à la p. 1142. Voir aussi le compte rendu des entrevues menées par O'Barr et Conley, *supra* note 31 aux pp. 170-71.

<sup>101</sup> La question relative aux incitatifs de nature économique sera examinée dans la prochaine section portant sur l'analyse coût-bénéfice. Voir la section IV.A ci-dessous.

tre d'actionnaires avec les compagnies<sup>102</sup>. Pour les institutions délégantes, il y a lieu de mentionner aussi que la gestion externe des actifs permet de concentrer leurs énergies sur le choix des gestionnaires et des méthodes de gestion, de même que sur la répartition des actifs selon les différents types de placement, plutôt que sur le choix des titres eux-mêmes<sup>103</sup>. Ce partage des tâches, comme le mentionne notre interlocuteur de la *Caisse publique B*, peut ainsi entraîner une forme de distanciation entre les institutions délégantes et les compagnies sélectionnées aux fins d'investissement, dans la mesure où les institutions délèguent également leurs obligations de surveillance des entreprises dans lesquelles elles détiennent des actions.

À la lumière des recherches empiriques menées jusqu'à maintenant, il est difficile d'évaluer pleinement l'exactitude de ces propos et de ces hypothèses, mais certaines données empiriques fournissent des indications pertinentes à cet égard, notamment sur la différence de comportement entre les conseillers en placement et les gestionnaires de caisse de retraite du secteur privé, d'une part, et les gestionnaires de caisse de retraite du secteur public, d'autre part. Les résultats de l'enquête effectuée par Kathryn Montgomery montrent que près de 45% des gestionnaires des caisses de retraite du secteur public s'engageraient dans une forme d'activisme en cas de désaccord avec les compagnies, tandis que seulement 21% des gestionnaires de caisse de retraite du secteur privé et 31% des conseillers en placement agiraient de façon similaire<sup>104</sup>. De même, en réponse à une question sur l'approche adoptée récemment par les institutions à l'égard des compagnies dans lesquelles elles investissent, l'enquête révèle que 65% des gestionnaires de caisse de retraite du secteur public se considèrent comme plus actifs, comparativement à 36% pour les conseillers en placement et seulement 18% pour les gestionnaires des caisses de retraite du secteur privé<sup>105</sup>. En tenant compte de la taille des institutions, les réponses aux deux questions précédentes fournissent également des indications démontrant un activisme plus marqué de la part des institutions qui sont plus importantes économiquement en regard des actifs détenus par celles-ci dans des actions canadiennes<sup>106</sup>. Cette enquête n'indique pas, par ailleurs, dans

---

<sup>102</sup> Cet aspect relatif au contexte économique caractérisant cette industrie sera examinée plus en détails dans la dernière section de cette étude. Voir la section VI.A ci-dessous.

<sup>103</sup> Coffee, Jr., «A Half-Time Report», *supra* note 26 aux pp. 861-62 ; Patry et Poitevin, *supra* note 26 à la p. 424.

<sup>104</sup> Montgomery, «Survey», *supra* note 31 à la p. 11.

<sup>105</sup> Montgomery, *Shareholder Activism*, *supra* note 41 à la p. 19. Il y a lieu de noter, cependant, que certains résultats ne sont pas toujours conformes à ces indices. Sur une échelle de 1 à 5 allant de la passivité à un activisme élevé, les institutions étaient appelées à évaluer leur comportement général en tant qu'actionnaires des compagnies. Les conseillers en placement se sont alloués en moyenne la cote la plus élevée correspondant à 2,8, tandis que les gestionnaires des caisses de retraite des secteurs privé et public se sont accordés respectivement la cote de 2,2 et de 2,1.

<sup>106</sup> Les institutions sont classées dans les catégories suivantes : 1) les institutions de taille plus petite sont celles qui possèdent moins de 500\$ millions d'actif investis dans des actions canadiennes, 2) les institutions de taille moyenne détiennent entre 500\$ millions et 2 G\$ d'actif et 3) les institutions plus importantes détiennent au moins 2 G\$ d'actif. Montgomery, *Shareholder Activism*, *supra* note 41 aux pp. 19-20. En réponse à la question sur le comportement des institutions en cas de désaccord avec les compagnies dans lesquelles elles investissent, 47% des institutions de grande taille s'engageraient dans une forme d'activisme en cas de désaccord avec les compagnies, tandis que seulement 25% des

quelle mesure la délégation de pouvoirs à des gestionnaires externes peut expliquer la passivité relativement plus grande des gestionnaires de caisses de retraite du secteur privé, comparativement à leurs homologues du secteur public.

Actuellement, au Canada, il semble qu'un nombre important d'administrateurs de caisse de retraite fassent appel à des gestionnaires externes pour la gestion de leur portefeuille, tant des secteurs privé que public. Une des enquêtes préparées par Benefits Canada révèle en effet qu'en 1995, le pourcentage des actifs gérés à l'externe chez les 100 plus importantes caisses de retraite canadiennes était de 64,5%<sup>107</sup>. En partant des hypothèses soumises précédemment, il y aurait lieu de voir si un nombre plus important de gestionnaires de caisse de retraite du secteur privé délèguent la gestion de leur portefeuille à l'externe, comparativement aux gestionnaires du secteur public. Aux États-Unis, du moins, les études suggèrent que tel serait le cas<sup>108</sup>.

En conclusion, on constate que le devoir imposé aux investisseurs institutionnels d'agir dans le meilleur intérêt de leurs clients implique non seulement une obligation d'effectuer les placements appropriés, mais également une obligation de surveillance à l'égard des compagnies en portefeuille. Si l'exercice des droits de vote rattachés aux actions des compagnies apparaît comme un moyen plus ou moins incoutournable pour s'acquitter de cette tâche, certains indices permettent de croire que les investisseurs institutionnels ne manifestent pas tous la même préoccupation à ce sujet et que les énergies qu'ils y consacrent sont d'intensité variable.

#### **IV. Une approche pragmatique dans les relations avec les entreprises en portefeuille**

De par leur formation, leur expérience et la culture de leur milieu, les gestionnaires de portefeuille font preuve d'un esprit pragmatique qui les porte tout naturellement à évaluer l'opportunité de leurs actions en fonction des bénéfices qu'ils peuvent en retirer et des coûts qui s'y rattachent. Malgré les incertitudes inévitables que comporte ce genre d'évaluation, un tel processus de rationalisation influence leur comportement de manière significative, soit en les dissuadant d'intervenir dans les entreprises dans lesquelles ils investissent ou, au contraire, en les incitant à agir au sein de celles-ci.

##### **A. L'analyse coût/bénéfice des interventions**

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

---

institutions de taille moyenne et 20% des institutions de petite taille feraient de même. Au cours des deux années précédant cette enquête, 50% des institutions de grande taille auraient adopté une approche plus active à l'égard des compagnies, tandis que 28,7% des institutions de petite taille et 30,0% des institutions de taille moyenne auraient adopté une telle approche.

<sup>107</sup> Bak et Dempsey, *supra* note 8 à la p. 53.

<sup>108</sup> Romano, *supra* note 26 à la p. 832.

d'une analyse coût/bénéfice<sup>109</sup>. Pour un actionnaire, le bénéfice brut qui résulte d'une intervention est composé de deux éléments. Tout d'abord, il comprend une portion du bénéfice de nature collective découlant de l'amélioration du rendement de la compagnie, qui se traduira concrètement par une augmentation du prix ou de la valeur des actions et des revenus de cette compagnie<sup>110</sup>. Ce bénéfice pourra également résulter des interventions destinées à empêcher la réalisation des transactions ayant pour effet de diminuer l'avoir des actionnaires ; mentionnons à ce sujet les interventions dans le contexte des opérations de privatisation ou des transactions effectuées entre parties liées<sup>111</sup>. En second lieu, le bénéfice brut comprend un bénéfice particulier qui ne profite qu'à l'actionnaire ayant effectué l'intervention<sup>112</sup>. Ce bénéfice pourra être, par exemple, le fait d'être perçu comme un investisseur institutionnel défendant la cause des petits actionnaires, une telle perception pouvant entraîner une augmentation des actifs confiés à celui-ci ou accroître au plan politique la légitimité d'une institution du secteur public<sup>113</sup>. L'intervention pourra également permettre l'acquisition d'une expertise à l'égard de cette compagnie ou de l'industrie dont elle fait partie, ce qui pourra servir ultérieurement dans l'achat ou la vente d'actions de cette compagnie ou de compagnies faisant partie de cette industrie<sup>114</sup>.

Les coûts associés aux interventions sont nombreux et susceptibles de varier en fonction de la forme d'activisme choisie, que ce soit par le biais de l'exercice des droits de vote, de la sollicitation de procurations, de consultations et de négociations avec la direction d'une entreprise, ou par les actions en justice<sup>115</sup>. Il n'est pas dans notre intention de présenter une liste exhaustive des coûts reliés à l'activisme des investisseurs institutionnels, mais simplement de mentionner, à titre indicatif, les catégories de coûts qui peuvent en découler. On retrouve, entre autres, les coûts nécessaires pour assurer la supervision continue de la direction des entreprises, les coûts associés à l'organisation et à la coordination des actionnaires, incluant ceux résultant des conséquences de nature légale, les coûts associés à la mise en oeuvre de l'objet même de

---

<sup>109</sup> M. Olson, Jr., *The Logic of Collective Action: Public Goods and the Theory of Groups*, 2<sup>e</sup> éd., Cambridge (Massachusetts), Harvard University Press, 1971 aux pp. 23-24. Olson désigne cet avantage comme un « bien collectif ». R. Hardin, *Collective Action*, Baltimore, Johns Hopkins University Press, 1982 aux pp. 16-22 ; P. Mann, *L'action collective*, Paris, Armand Colin, 1991 aux pp. 61-66. Au sujet du problème de l'action collective et de la rationalité économique des interventions des investisseurs institutionnels, voir Patry et Poitevin, *supra* note 26 aux pp. 427-30 et 363-65 ; S. Rousseau, *Analyse*, *supra* note 41 aux pp. 113-17 ; Pozen, *supra* note 26 ; Rock, *supra* note 26 à la p. 453 et s. ; Black, « Shareholder Passivity », *supra* note 24 aux pp. 576-91 ; Black, « Agents Watching », *supra* note 16 aux pp. 821-22.

<sup>110</sup> Rock, *ibid.* à la p. 460. La notion de « rendement », dans l'optique de l'actionnaire, est généralement définie par la théorie financière comme étant le rapport entre, d'une part, la somme des dividendes encaissés par l'actionnaire et de la plus-value (ou gain en capital) de l'action, et, d'autre part, la valeur initiale de l'action. J.-M. Gagnon et N. Khoury, *Traité de gestion financière*, 3<sup>e</sup> éd., Montréal, Gaëtan Morin, 1988 à la p. 144.

<sup>111</sup> Rousseau, « L'influence des investisseurs institutionnels », *supra* note 15 aux pp. 336-44.

<sup>112</sup> Rock, *supra* note 26 aux pp. 460 et 465-66 ; Hardin, *supra* note 109 aux pp. 35-37.

<sup>113</sup> Conard, *supra* note 16 à la p. 147.

<sup>114</sup> Rock, *supra* note 26 à la p. 460.

<sup>115</sup> Pozen, *supra* note 26 aux pp. 143 et 146-47 ; Rock, *ibid.* aux pp. 460-61.

l'intervention, les coûts particuliers pour un investisseur (mesures de rétorsion prises par la direction, image négative projetée dans le public, etc.) et enfin, le risque d'un litige<sup>16</sup>. Cette analyse coût/bénéfice peut ainsi avoir pour effet de dissuader l'investisseur institutionnel d'agir, d'autant plus que son intervention, dans l'hypothèse où il décide d'agir seul, pourra bénéficier du même coup à ses co-actionnaires. En tant que «passagers clandestins», ces derniers recevront une partie des bénéfices sans avoir à en assumer les coûts<sup>17</sup>.

La prise en compte des coûts associés aux interventions apparaît comme un facteur influant de façon déterminante sur le comportement des investisseurs institutionnels canadiens. Tel qu'indiqué précédemment, l'enquête menée par Montgomery montre que, parmi les treize raisons qui expliqueraient un comportement passif de la part des institutions, les plus importantes sont attribuées aux efforts en termes de temps et de coûts que nécessitent les interventions<sup>18</sup>. Cette observation rejoint également plusieurs des commentaires exprimés par les participants à nos entrevues. Comme l'explique le vice-président aux investissements de la *Caisse publique B*, l'opportunité des interventions et les ressources pouvant y être consacrées sont évaluées en tenant compte des bénéfices pouvant être retirés et des coûts s'y rattachant :

Basically, it's a resource issue [...], we've only got so many resources to devote to an activity of this nature and if we haven't got them, then we have to pass on some opportunities [...] It comes down — hopefully for us I believe this to be the case — it comes down to an issue of return. If we're going to be spending some resources on something, we want to get value added for our time and money [...] And the issue is, we don't try to deal with everything. We are going to take the ones that have the best potential pay-off. In some cases, maybe we should be doing something, but we haven't got people, or the resources, the time or the knowledge to deal with it.

Les budgets et le personnel disponibles pour interagir avec les compagnies étant limités, il faut donc effectuer des choix sur la base de la rationalité économique des actions envisagées<sup>19</sup>. L'une des vice-présidentes de cette même caisse de retraite du secteur public résume d'ailleurs de façon très réaliste leur position à cet égard : «[w]e are not here to save the world, I always say, we are here to make money». Cette attitude sélective, qui restreint l'ampleur de l'activisme des investisseurs institutionnels, caractérise également la gestion de la *Caisse publique A*. Comme le mentionne le vice-président aux investissements de cette dernière, 80% de leur portefeuille est géré

---

<sup>16</sup> Conard, *supra* note 16 à la p. 146 ; Mann, *supra* note 109 à la p. 62 ; Rock, *ibid.* ; Pozen, *ibid.* à la p. 144.

<sup>17</sup> L'expression «passager clandestin» est la traduction de l'expression anglaise «free rider» utilisée 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 à la p. 232. Le problème relié à l'action collective et aux passagers clandestins sera examiné plus en détails dans la section VI sur les influences externes. Voir *infra* notes 250-51 et texte correspondant.

<sup>18</sup> Montgomery, «Survey», *supra* note 31 à la p. 7.

<sup>19</sup> Au sujet des contraintes de budget et de personnel, voir Black et Coffee, Jr., *supra* note 23 aux pp. 2068-69.

selon l'approche «exit», tandis que 20% des actifs est géré selon l'approche «voice»<sup>120</sup>.

Dans ce processus d'analyse coût/bénéfice, les gestionnaires seront plus enclins à intervenir à l'égard de leurs placements les plus significatifs, puisque la rentabilité de leurs interventions est proportionnelle à la taille de leurs investissements<sup>121</sup>. En d'autres mots, l'investisseur qui détient un pourcentage d'actions important ou un bloc d'actions correspondant à une valeur monétaire élevée sera, *a priori*, plus susceptible d'adopter une approche interventionniste par rapport à celui qui ne détient qu'un faible nombre d'actions. En effet, le premier retirera des bénéfices plus importants de ses interventions alors que les coûts demeureront les mêmes pour ces deux actionnaires. En outre, il subira des pertes plus considérables si la compagnie n'est pas gérée de façon optimale.

Analysée sous l'angle d'un choix entre les stratégies d'«exit» et de «voice», l'existence de placements importants dans certaines compagnies peut également favoriser une approche interventionniste de la part des institutions, en raison des coûts comparativement plus élevés que pourrait entraîner la vente des actions<sup>122</sup>. Dans le cadre de nos entrevues, le témoignage donné par le conseiller juridique principal du *Fonds mutuel A* fait état d'une préoccupation relativement à la vente d'actions :

It's a lot harder when you own a big block of companies to start unwind positions. If you own 15% of a company and they've done something to hurt that value, the last thing you want to do is dump your securities, because you're just going to depress the price further. So, what you can hopefully do is buy more because basically the stock price has gone down and you're hoping that you can correct the management situation and spike the securities' price up again.

Dans le contexte canadien, il faut en outre souligner que la concentration des actions entre les mains de quelques investisseurs institutionnels peut davantage faciliter l'émergence de cet activisme, en réduisant les coûts de coordination des interventions<sup>123</sup>.

Tout en reconnaissant la pertinence de la rentabilité économique dans l'évaluation faite par les investisseurs institutionnels de l'opportunité d'intervenir, il ne faut pas oublier que l'accroissement du rendement des portefeuilles susceptible de résulter des interventions ne peut procurer que des avantages indirects à certains types de gestion-

<sup>120</sup> Voir les propos du vice-président de la *Caisse publique A*.

<sup>121</sup> Voir Black, «Agents Watching», *supra* note 16 aux pp. 821-22 ; Coffee, Jr., «A Half-Time Report», *supra* note 26 à la p. 867 ; Pound, *supra* note 45 aux pp. 1041-43 ; Patry et Poitevin, *supra* note 26 à la p. 428. L'auteur John Pound fait la distinction entre le pourcentage d'actions et la valeur marchande des actions et souligne qu'un actionnaire, même s'il ne détient qu'un pourcentage relativement peu élevé des actions, serait néanmoins susceptible d'adopter une attitude interventionniste en raison de la valeur monétaire totale de son investissement.

<sup>122</sup> Patry et Poitevin, *ibid.* aux pp. 427-28.

<sup>123</sup> Cette question sera étudiée plus en détails dans la section VI, ci-dessous ; voir *infra* notes 253-58 et texte les accompagnant.

naires<sup>124</sup>. En effet, dans l'hypothèse où ceux-ci agissent non pas pour leur propre compte, mais plutôt comme intermédiaires pour le compte de leurs clients, l'augmentation du rendement des portefeuilles bénéficie directement à ces derniers ou aux bénéficiaires du patrimoine géré. Notamment pour les conseillers en placement et les fonds mutuels, les avantages indirects qui pourraient résulter de cette augmentation se traduiront au plan de la rémunération qu'ils reçoivent pour s'acquitter de leur mandat de gestion. Or, la rémunération de ces gestionnaires est généralement établie non pas en fonction du rendement du portefeuille, mais plutôt selon un pourcentage de la taille des actifs qu'ils gèrent<sup>125</sup>. En conséquence, un rendement supérieur du portefeuille résultant de l'activisme de ces gestionnaires n'entraînera une augmentation de leur rémunération que dans la mesure où les gestionnaires réussissent à attirer de nouveaux clients ou à obtenir la gestion d'une part plus importante des actifs de leurs clients actuels<sup>126</sup>. Autrement dit, une performance relativement meilleure de ces intermédiaires pourra influencer sur leur rémunération future et non actuelle.

À l'instar de quelques observateurs, il faut préciser du reste que ces gestionnaires doivent assumer les coûts d'intervention à même leur rémunération, alors que la majeure partie des bénéfices directs revient à leurs clients<sup>127</sup>. Or, il semble que cette rémunération, même si les termes du contrat ne le prévoient pas de façon expresse, ne permet de couvrir généralement que les dépenses leur permettant de s'acquitter des obligations minimales relativement à l'exercice des droits de vote<sup>128</sup>. Au-delà de cette tâche, il devient plus difficile pour les gestionnaires de consacrer des énergies supplémentaires, surtout s'ils doutent de la rentabilité de leurs actions. Et il faut croire que cette difficulté est encore plus grande pour les gestionnaires externes de fonds indexés, qui doivent minimiser leurs frais de gestion compte tenu des modalités de leur

---

<sup>124</sup> Concernant l'incidence de la rémunération sur l'activisme des investisseurs institutionnels, voir par exemple Pozen, *supra* note 26 aux pp. 143-44 ; Coffee, Jr., «Liquidity versus Control», *supra* note 26 aux pp. 1326 et 1362-66 ; «A Half-Time Report», *supra* note 26 aux pp. 863-66 et 903-05 ; Black, «Agents Watching», *supra* note 16 aux pp. 877-78 ; Patry et Poitevin, *supra* note 26 aux pp. 422-25 et 430-31.

<sup>125</sup> D. Cohen, «The Fee Fixation: should management fees be tied to performance?» *Benefits Canada* (novembre 1990) 92 ; J.E. Hatch et M.J. Robinson, *Investment Management in Canada*, 2<sup>e</sup> éd., Scarborough (Ontario), Prentice-Hall, 1989 aux pp. 680-81 ; Patry et Poitevin, *supra* note 26. Au sujet de la rémunération des gestionnaires de portefeuille aux États-Unis, voir Frankel, *supra* note 98 aux pp. 241 et s. ; Pozen, *supra* note 26.

<sup>126</sup> Dans le cas d'une augmentation des actifs confiés par les clients actuels, il faut noter que la rémunération est habituellement établie en fonction d'un pourcentage décroissant des actifs gérés. Voir Coffee, Jr., «Liquidity versus Control», *supra* note 26 à la p. 1326 qui donne, à titre d'exemple, la structure de rémunération suivante : 1/3 de 1% pour le premier 500\$ millions, 1/4 de 1% pour les 250\$ millions supplémentaires, etc. Selon lui, une modification du mode de rémunération des gestionnaires pourrait constituer un incitatif qui favoriserait leur activisme : *ibid.* aux pp. 1362-66 ; voir aussi Coffee, Jr., «A Half-Time Report», *supra* note 26 aux pp. 903-05.

<sup>127</sup> Pozen, *supra* note 26 aux pp. 143-44 ; Coffee, Jr., «Liquidity versus Control», *ibid.* aux pp. 1326-27 ; Coffee, Jr., «A Half-Time Report», *ibid.* aux pp. 863-66 ; Patry et Poitevin, *supra* note 26 aux pp. 430-31.

<sup>128</sup> Pozen, *ibid.*

rémunération<sup>129</sup>. Comme le rapportent O'Barr et Conley sur la base de leurs entrevues auprès d'investisseurs institutionnels américains : «[e]xternal money managers rarely propose to do anything out of the ordinary. Their perception is that attention to corporate governance is unrelated to their incomes»<sup>130</sup>.

Cette observation rejoint certains commentaires exprimés par les participants à nos entrevues au sujet de la perception de leur mandat en tant que «gestionnaires de portefeuille»<sup>131</sup>. Un des dirigeants de la *Caisse publique C*, après avoir amplement décrit l'approche active de son institution, suggère que pour certains gestionnaires, toute forme d'activisme apparaît comme une perte de temps :

Some of the managements are old-fashioned and believe that you shouldn't rock the boat. It's one happy family. Whatever the banks want to do, they still think like a portfolio manager. «Well, I can sell this anytime I want. I don't have to be in it. And so, I don't really vote my proxies, I don't want to spend my time at voting my proxies. I'm not paid to vote proxies. All I'm paid for is to beat the TSE». And so, they think this is a waste of time.

Par ailleurs, ce même interlocuteur du secteur public mentionne que certains investisseurs institutionnels se voient parfois forcés d'agir. Il cite en exemple l'action en justice intentée récemment contre la compagnie américaine Ford suite à l'offre d'achat des actions de Ford Canada<sup>132</sup>. Il tient néanmoins à souligner que les coûts de ce type d'intervention constituent un facteur dissuasif dans la mesure où les investisseurs doivent eux-mêmes en assumer les frais :

A problem with these other firms [*les fonds mutuels et les sociétés de fiducie*] is that the legal cost comes out of National Trust's pocket, out of Mackenzie Financial's pocket, out of the partners'. They can't charge it back. [...] They can't pass the cost off as we can [...] It has to come out of their corporate coffers [...] That's another reason why you don't find too many mutual funds or trust companies and so forth doing this, unless they have no choice.

En somme, qu'ils soient du secteur privé ou public, il ressort des commentaires exprimés que tous ont cette préoccupation de mesurer la rentabilité de leurs actions en tenant compte des bénéfices qui peuvent en résulter au profit du patrimoine géré et en faveur de leur institution, tout en évaluant les coûts que nécessitent ces interventions. Ainsi, la prise en compte de ces facteurs pourra justifier une attitude plus ou moins active de la part des institutions et, dans l'hypothèse où celles-ci décident d'intervenir, leur évaluation pourra influencer de façon importante les manifestations de leur activisme. C'est ce que nous verrons maintenant.

<sup>129</sup> Coffee, Jr., «Liquidity versus Control», *supra* note 26 à la p. 1341 ; Coffee, Jr., «A Half-Time Report», *supra* note 26 aux pp. 863-64 ; Rock, *supra* note 26 à la p. 474.

<sup>130</sup> O'Barr et Conley, *supra* note 31 à la p. 197.

<sup>131</sup> Voir la section III.A ci-dessus.

<sup>132</sup> Au sujet de cette action et de l'opposition des actionnaires minoritaires relativement au prix des actions offertes par Ford en vue de l'acquisition de toutes les actions de Ford Canada Ltd, voir «Ford shareholders want better offer» *Canadian Press* (30 octobre 1995) ; I. Jack, «Ford shareholders want better offer» *Canadian Press* (12 septembre 1995) ; «Ford Canada hopes parent will buy it out» *Canadian Press* (21 juillet 1995).

### ***B. Impact de l'analyse coût/bénéfice sur les manifestations d'activisme***

Conscients des coûts qu'impliquent les différentes formes d'activisme au sein des entreprises dans lesquelles ils investissent, les gestionnaires de portefeuille ne sont portés à intervenir que s'ils ont la certitude de la rentabilité de leurs actions, de manière à obtenir des résultats tangibles qui se reflètent, à court ou moyen terme, dans la valeur ou le prix des actions de leur portefeuille. Ils accorderont ainsi une attention particulière aux cas affectant le plus directement les droits et les intérêts des actionnaires<sup>133</sup>. De même, leur activisme se traduira souvent par des interventions de nature réactive et *ad hoc*, plutôt que proactive et continue. Les propos du conseiller juridique principal du *Fonds mutuel A* décrivent bien cette attitude :

If it's a big issue, then we have people who will get involved in it. But overall [...] time is a factor. Time and resources are a factor, especially when it hasn't been proven that regular review of corporate governance practice pays off. It hasn't been proven to anybody that it does. It's too nebulous, because there are so many different things that are going on. So what you end up doing is on *ad hoc* basis, you're responding to specific situations where you can see clearly that you can get value out of it.

Une approche semblable ressort également des commentaires du directeur des investissements de la *Caisse privée A* :

That's the type of thing that goes through our head, rather than be pro-active, feeling that we should be involved in governance. That's really not something that affects us unless a specific event, like in *Canadian Tire*, affects us and the price of our shares. That moves us to do something, but virtually nothing else will.

Cette attitude réactive se reflète notamment dans les initiatives qu'ont prises les investisseurs institutionnels pour empêcher les comportements opportunistes. On peut citer en exemple le cas de transactions entre personnes liées, qui présentent des risques d'abus ou d'iniquité à l'égard des actionnaires minoritaires<sup>134</sup>. Au Canada, la structure de l'actionnariat est caractérisée par une concentration significative des actions entre les mains d'actionnaires majoritaires au sein des compagnies publiques<sup>135</sup>. Les institutions ont été particulièrement attentives aux situations de conflits d'intérêts qui peuvent survenir dans ce contexte, en s'appuyant sur une réglementation qui vise justement à prévenir les transactions abusives ou inévitables déclenchées par des actionnaires

---

<sup>133</sup> Les auteurs Black et Coffee, Jr., notent un comportement semblable de la part des investisseurs institutionnels britanniques : voir *supra* note 23 aux pp. 2003 et 2005. Au sujet des interventions ponctuelles et des changements à court terme recherchés par les investisseurs institutionnels américains, voir Coffee, Jr., «A Half-Time Report», *supra* note 26 à la p. 870.

<sup>134</sup> Voir *supra* note 43.

<sup>135</sup> R.J. Daniels et J.G. MacIntosh, «Toward a Distinctive Corporate Law Regime» (1991) 29 *Osgoode Hall L.J.* 863 à la p. 884 ; D.H. Thain et D.S.R. Leighton, «Ownership Structure and the Board» (1991) 4 *Can. Inv. Rev.* 61 à la p. 62 ; Rousseau, «L'influence des investisseurs institutionnels», *supra* note 15 aux pp. 309-11.

majoritaires ou d'autres initiés<sup>136</sup>. Les résultats de l'enquête de Montgomery révèlent d'ailleurs que les répondants considèrent ce type de situations comme étant le facteur le plus important susceptible d'encourager leur implication dans la direction des entreprises<sup>137</sup>.

C'est ainsi que, par l'exercice de leurs droits de vote ou dans le cadre de négociations avec les entreprises, les institutions ont manifesté leur opposition relativement à des opérations de privatisation, à des fusions et à d'autres formes de restructuration, comme celles proposées par les compagnies Maple Leaf Foods, Goodyear Tire, Crown, Seagrams, Hayes-Dana et Canadian Tire<sup>138</sup>. En raison des investissements significatifs que détiennent certains intermédiaires financiers, ceux-ci disposent d'un pouvoir de négociation déterminant à l'égard de ce type de transactions, qui nécessitent habituellement l'approbation d'une majorité spéciale d'actionnaires ou le dépôt d'un pourcentage élevé d'actions, conférant ainsi une sorte de droit de veto aux investisseurs les plus importants<sup>139</sup>. Dès lors, pour éviter les confrontations, les entreprises qui envi-

---

<sup>136</sup> Au sujet de la réglementation visant à protéger les actionnaires minoritaires et certains exemples d'activisme de la part des investisseurs institutionnels, voir Rousseau, *ibid.* aux pp. 336-44 ; 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 Daniels et Morck, *supra* note 2, 359. La réglementation fédérale prévoit, entre autres, le recours pour oppression prévu à l'art. 241 L.C.S.A., *supra* note 37. La réglementation provinciale relative aux valeurs mobilières confère, d'une part, des pouvoirs d'intervention aux commissions des valeurs mobilières et impose, d'autre part, des obligations particulières dans le cas de transactions entre parties liées. Dans le cas d'opérations de privatisation, de restructurations ou autres transactions entre parties liées, les émetteurs sont tenus de fournir une évaluation indépendante des titres et d'obtenir l'approbation des transactions par la minorité. Voir *supra* note 44.

<sup>137</sup> Montgomery, «Survey», *supra* note 31 aux pp. 5-7. Voici, par ordre d'importance décroissante, les neuf facteurs susceptibles de favoriser l'activisme institutionnel : 1) Abus de pouvoir par la direction ou par l'actionnaire majoritaire 2) Responsabilité fiduciaire envers le client 3) Taille et nature des investissements 4) Manque de confiance à l'égard des habiletés de la direction 5) Insatisfaction concernant le rendement de l'entreprise 6) Difficulté de disposer des investissements 7) Baisse de la valeur des actions 8) Activisme de la part des autres institutions 9) Absence de possibilités d'investissements alternatifs.

<sup>138</sup> Au sujet des transactions proposées par Maple Leaf Foods et Goodyear Tire and Rubber, voir Rousseau, «L'influence des investisseurs institutionnels», *supra* note 15 aux pp. 342-43. Au sujet des transactions proposées par Crown, Seagrams et Canadian Tire, voir MacIntosh, «Corporate Governance», *supra* note 2 à la p. 173. Au sujet des affaires Hayes-Dana et LSI Logic, voir G. McLaughlin, «Canadian stockholders caught in parental vise» *The [Toronto] Financial Post* (22 juillet 1995) 1 ; B. Critchley, «Shareholders grumble as LSI plays hardball in minority buyout bid» *The [Toronto] Financial Post* (15 juillet 1995) 35.

<sup>139</sup> Voir par exemple l'Instruction générale Q-27, *supra* note 44, qui prévoit que les opérations de privatisation et autres transactions entre parties liées doivent être approuvées par la majorité des actionnaires minoritaires de chaque catégorie de titres affectée par ces transactions. Dans le cadre du mécanisme d'acquisition forcée des actions, les lois provinciale et fédérale sur les compagnies prévoient que, suite à une offre publique d'achat acceptée par les détenteurs d'au moins 90% des actions de la catégorie visée, l'initiateur de l'offre peut exiger que les actionnaires dissidents lui vendent leurs actions aux conditions de l'OPA. Voir L.C.Q., *supra* note 85, art. 51 ; L.C.S.A., *supra* note 37, art. 206. S'ils sont insatisfaits de ces conditions, les actionnaires dissidents des compagnies fédérales peu-

sagent des opérations de cette nature effectuent généralement des consultations informelles auprès des principaux actionnaires de manière à s'assurer à l'avance de leur appui.

Par contre, les affrontements sont parfois inévitables et certains aboutissent même devant les tribunaux ou les commissions des valeurs mobilières<sup>140</sup>. Tel fut le cas lorsque des investisseurs institutionnels ont intenté des procédures judiciaires ou administratives afin d'obtenir la juste valeur de leurs actions dans les cas de changements structurels importants, notamment dans les affaires Domglas, C.I.L., Xerox et Ford, ou pour bloquer une offre publique d'achat qui excluait les détenteurs d'actions subalternes, comme dans l'affaire Canadian Tire<sup>141</sup>. Il s'agit toutefois d'initiatives exceptionnelles en raison des coûts potentiellement élevés de ces interventions, comme en témoigne le dirigeant des *Placements B* qui fut impliqué dans l'action judiciaire prise par des actionnaires dissidents de Domglas :

Sometimes, you have to burn up a lot of money to do what is right and we've done it. I was involved with Domtar when they did a force out for Dominion Glass [...] and they were trying to buy us out at 20\$ a share [...] I was in court [...], that was a kind of seminal case on that particular thing. That was a squeeze-out provision [...] We spent an awful lot of money and time on that. Mind you, we got 67\$ for it instead of 20\$<sup>142</sup>.

Convaincus des gains réels qu'ils peuvent retirer de leurs initiatives, il semble que les investisseurs institutionnels soient prêts à consacrer des énergies et des ressources considérables pour ce type d'interventions qui s'avèrent parfois longues et coûteuses.

Même si les gestionnaires n'interviennent généralement que dans les cas critiques, ils doivent exercer, du moins pour les fins de leurs placements, une surveillance continue du comportement des entreprises, surtout celles dans lesquelles ils ont des investis-

---

vent toutefois s'adresser au tribunal, afin que celui-ci fixe la juste valeur des titres visés. Voir art. 206(9) L.C.S.A.

<sup>140</sup> Koval, *supra* note 15 aux pp. 45-46 ; Daniels et Waitzer, *supra* note 5 aux pp. 35-36.

<sup>141</sup> *Domglas Inc. c. Jarislowsky, Fraser & Co.*, [1980] C.S. 925, 13 B.L.R. 135, conf. par [1982] C.A. 377, 138 D.L.R. (3<sup>e</sup>) 521 ; *General Accident Assurance Co. of Canada c. Lornex Mining Corp. Ltd.*, (1988), 66 O.R. (2<sup>e</sup>) 783, 40 B.L.R. 299 (Ont. H.C.) ; *Xerox Canada Inc. c. Ontario (Municipal Employees Retirement Board)* (1991), 3 B.L.R. (2<sup>e</sup>) 68 (Ont. Gen. Div.). L'action judiciaire contre Xerox intentée par OMERS a été réglée hors cour en 1994 ; voir «OMERS gets Xerox shares», *The [Toronto] Financial Post* (15 fév. 1994) 19 ; «Xerox Canada, OMERS settle dispute» *The [Toronto] Globe and Mail* (15 fév. 1994) B15. Au sujet de l'action intentée contre Ford, voir E. Heinrich, «Ford Canada minority share battle escalating» *The [Toronto] Financial Post* (19 octobre 1995) 1. Au sujet de l'action dans l'affaire C.I.L., voir McLaughlin, *supra* note 139. L'affaire *Canadian Tire* a été portée devant les Commissions des valeurs mobilières du Québec et de l'Ontario, au Québec, voir *Re Offre publique d'achat de C.T.C. Dealer Holdings Limited sur les actions ordinaires de la Société Canadian Tire Limitée*, (1987) C.V.M.Q. Bull., vol. 18, no. 14, A1. En Ontario, voir *Re Canadian Tire Corporation Ltd.* (1987) 10 O.S.C.B. 857, 35 B.L.R. 56, conf. par 35 B.L.R. 117, 59 O.R. (2<sup>e</sup>) 79 (H.C.) [ci-après *Canadian Tire*]. Voir généralement Mackenzie, «Shareholder Solidarity», *supra* note 44 ; J. Kazanjian et M. McNee, «Tensions in Corporate Governance» (1995) 7:2 Corp. Gov. Rev. 1.

<sup>142</sup> Voir *Domglas Inc. c. Jarislowsky, Fraser & Co.*, *ibid.* Selon les conclusions du jugement, la «juste valeur» des actions a été fixée à 36\$ et non à 67\$ comme l'affirme l'intervenant.

sements importants<sup>143</sup>. Lorsque le rendement d'une compagnie est insatisfaisant et ce, de façon chronique, certains considèrent qu'ils sont en mesure d'identifier la source du problème et qu'ils peuvent faire des suggestions à la direction de l'entreprise pour remédier à la situation. Si la source du problème se situe au sein de la direction elle-même, il arrive parfois que des institutions exercent leur influence de manière à provoquer les changements nécessaires. À titre d'exemple, au cours des années 1990, quelques institutions de taille importante ont contribué au remplacement de certains membres de la haute direction de compagnies telles Teleglobe, Greyhound Lines, Dominion Textile, CAE, Métro Richelieu, Labatt et Moore<sup>144</sup>. De façon plus retentissante, des changements semblables ont eu lieu aux États-Unis au sein des entreprises General Motors, IBM, American Express, Eastman Kodack, Sears et Westinghouse<sup>145</sup>. Cependant, peu d'investisseurs institutionnels veulent s'aventurer dans ce genre d'interventions très conflictuelles pour des raisons liées à leur disponibilité et à leur désir de préserver de bonnes relations avec les entreprises et avec leurs dirigeants, surtout du côté des gestionnaires du secteur privé.

Parallèlement à ces interventions ponctuelles dans les situations critiques, on observe une tendance de la part des actionnaires institutionnels à intervenir de façon continue sur certains sujets qui les préoccupent tout particulièrement et qui présentent des éléments communs applicables à plusieurs compagnies. Les sujets de prédilection auxquels ils accordent une attention soutenue concernent les relations actionnaires-compagnies, surtout chez les compagnies qui limitent ou empêchent les investisseurs de disposer de leurs titres, chez celles qui restreignent ou éliminent leurs droits de vote, de même que chez celles qui entraînent la dilution de leurs avoirs. Comme le souligne l'auteur américain Black dans une de ses études sur les investisseurs institutionnels, les actions continues sur des questions fréquentes permettent ainsi de réduire les coûts de l'activisme, en raison des économies d'échelle qui en résultent<sup>146</sup>.

À cela, on peut ajouter que les efforts de systématisation, qui se traduisent par le développement de certains principes directeurs visant à guider les interventions des gestionnaires dans des situations semblables, peuvent également contribuer à minimiser le temps et les ressources nécessaires pour agir<sup>147</sup>. Aux fins de l'exercice de leurs droits de vote et des consultations effectuées auprès des entreprises, plusieurs gestionnaires de portefeuille bénéficient d'ailleurs de ce processus de systématisation en faisant appel aux services de conseils offerts par le courtier institutionnel Fairvest Securities qui procède à une évaluation des entreprises du TSE 300 selon leur conformité à des normes développées par PIAC. Ces normes recouvrent quatre champs principaux de régie interne, à savoir le conseil d'administration, les droits des actionnaires, la pro-

---

<sup>143</sup> Voir *supra* notes 62-65 et texte correspondant.

<sup>144</sup> Le Cours et Tremblay, *supra* note 22.

<sup>145</sup> Pound, *supra* note 45 aux pp. 1059-60 ; Blair, *supra* note 1 aux pp. 163, 170 et 172 ; Grundfest, *supra* note 43 aux pp. 882-900.

<sup>146</sup> Black, «Shareholder Passivity», *supra* note 24 aux pp. 580-84. Sur les économies d'échelle dans ce contexte, voir aussi Black, «Agents Watching », *supra* note 16 aux pp. 818 et 834-35 ; Patry et Poitevin, *supra* note 26 à la p. 428.

<sup>147</sup> Voir *supra* note 52 et texte correspondant.

tection dans le contexte des prises de contrôle et la rémunération des dirigeants<sup>148</sup>. Fairvest offre également un service d'analyse des circulaires de procuration qui sont envoyées par les compagnies du TSE 300 en vue des assemblées d'actionnaires. Au terme de cette analyse, ce conseiller diffuse ses recommandations auprès des institutions aux fins de l'exercice de leurs droits de vote<sup>149</sup>. De tels services contribuent ainsi à minimiser les coûts de recherche et d'analyse.

Tout en reconnaissant l'importance, tant au Canada qu'aux États-Unis, de l'analyse coût/bénéfice à l'égard du comportement des investisseurs institutionnels, il y a lieu de noter que les effets de ce processus de rationalisation dans les deux pays ne sont pas pour autant identiques, en ce sens que les préoccupations des intermédiaires américains diffèrent de celles de leurs homologues canadiens, du moins si l'on se fie aux observations de Black. En évoquant le facteur des économies d'échelle pour expliquer le comportement des institutions américaines, Black souligne que celles-ci sont, en conséquence, plus enclines à intervenir sur les questions de structure et de processus, plutôt que sur des questions particulières («company-specific issues»)<sup>150</sup>. Black cite en exemple les interventions concernant le vote confidentiel, le choix du lieu d'incorporation, l'approbation des actionnaires pour certaines décisions importantes (comme les «pilules empoisonnées», l'émission d'un nombre important d'actions), les amendements aux statuts constitutifs, le vote cumulatif et la rémunération des dirigeants, de même que la structure et la composition du conseil d'administration<sup>151</sup>.

Du côté canadien, même si certains de ces sujets ont attiré l'attention des actionnaires institutionnels sur les mesures défensives, le vote confidentiel et la rémunération des dirigeants, il n'est pas évident que ces investisseurs aient privilégié davantage les questions de structure et de processus. Contrairement à la situation qui prévaut chez nos voisins du sud, où les questions de nature procédurale semblent préoccuper les investisseurs institutionnels, on remarque au Canada que plusieurs de ces questions ont déjà été réglées par l'adoption d'une réglementation qui exige ou favorise l'approbation préalable des actionnaires pour différents types d'opérations ; parmi celles-ci, les mesures défensives dans le contexte des offres publiques d'achat, l'émission d'un nombre important d'actions, la création d'actions subalternes et les transactions entre parties liées<sup>152</sup>.

---

<sup>148</sup> Fairvest Securities Corporation offre le service : *Canadian Corporate Governance Rating Service*. Pour un résumé de ce service, voir «Rating Corporate Governance Practices» (1994) 6 :2 Corp. Gov. Rev. 1.

<sup>149</sup> Wilson, «1995 Proxy Season Review», *supra* note 47 ; R.L. Wilson, «1996 Proxy Season Review» (1996) 8:4 Corp. Gov. Rev. 8 [ci-après «1996 Proxy Season Review»].

<sup>150</sup> Black, «Shareholder Passivity», *supra* note 24 à la p. 580.

<sup>151</sup> *Ibid.* aux pp. 580-81 ; voir aussi Black, «Agents Watching», *supra* note 16 à la p. 836.

<sup>152</sup> Pour les mesures défensives, voir l'Instruction générale canadienne C-38, *Mesures de défense contre une offre publique*, reproduite dans M. Thériault, *Droit des valeurs mobilières du Québec*, vol. 1, Montréal, Wilson & Lafleur à la p. D-122. Cette instruction dispose d'un certain nombre de principes directeurs qui visent à protéger et à maximiser les intérêts des actionnaires. Elle favorise la libre concurrence des offres publiques d'achat, de manière à permettre aux actionnaires d'obtenir le meilleur prix dans un tel contexte. À cette fin, cette instruction, bien qu'elle n'exige pas expressément l'approbation des actionnaires pour l'adoption des mesures défensives, favorise une telle approche.

Ces protections procédurales étant assurées, les investisseurs institutionnels canadiens ont pu exercer leurs pouvoirs de surveillance à l'égard de telles opérations en s'inspirant de certains principes directeurs visant à protéger les intérêts des actionnaires<sup>153</sup>. Avec la vague des «pilules empoisonnées» qui a émergé depuis la fin des années 1980, ils ont surveillé étroitement le contenu de ces régimes de manière à préserver leur liberté de disposer de leurs actions au meilleur prix possible. De nos discussions avec certains gestionnaires, on note également qu'en raison de ce droit de regard conféré aux actionnaires, plusieurs entreprises, désireuses d'adopter des mesures semblables, préfèrent consulter au préalable les investisseurs les plus importants et, le cas échéant, modifier les termes des régimes proposés en tenant compte de leurs demandes. Ainsi, au fil des ans, il est intéressant de constater que le contenu des régimes de droits de souscription a évolué de façon significative à la suite des pressions continues exercées par les institutions et par Fairvest<sup>154</sup>.

Outre cette différence qui existe entre les deux pays au plan de la réglementation et de son impact sur le comportement des investisseurs, on remarque que les institutions canadiennes n'ont pas encore accordé une attention significative à la structure et à la composition des conseils d'administration, contrairement à leurs homologues américains<sup>155</sup>. Des initiatives, telles la publication, en 1994, du rapport de la Bourse de Toronto sur la régie d'entreprise et l'adoption de ses recommandations<sup>156</sup>, ont sans doute sen-

Concernant cette instruction, voir S.M. Beck et R. Wildeboer, «National Policy 38 as a Regulator of Defensive Tactics» dans *Acquisitions and Take-overs*, Meredith Memorial Lectures, Cowansville, Yvon Blais, 1987, 119 ; V. Loungnarath, «Le droit applicable à l'offre publique d'achat au Québec : une entreprise de synthèse» (1994) 35 C. de D. 199 ; C.G. Rioux, «Description et légalité de certaines mesures défensives au Canada» dans R. Crête, dir., *Les mesures défensives en matière d'offres publiques d'achat au Canada*, Cowansville, Yvon Blais, 1991, 5. Concernant l'émission d'un nombre important d'actions, voir le Règlement de la Bourse de Toronto, art. 19.06 reproduit dans CCH Canadian, *Canadian Stock Exchanges Manual*, vol. 1, par. 803-921 à la p. 85809. Concernant la création d'actions subalternes et les transactions entre parties liées, voir *supra* note 44.

<sup>153</sup> Rousseau, «L'influence des investisseurs institutionnels», *supra* note 15 à la p. 336 et s. ; Mayer, *supra* note 41 ; Strauss, *supra* note 42 ; Partridge, *supra* note 42 ; McCall, *supra* note 42 ; Bloomfield, *supra* note 42 ; Cleland, *supra* note 42.

<sup>154</sup> McCall, *ibid.* ; P. Anisman et C.R. McCall, «Poison Pill Right Plans: A Checklist of Current Issues» (1994) 6 :5 Corp. Gov. Rev. 1 ; P. Anisman, «Poison Pills and Corporate Governance» (1991) 3:1 Corp. Gov. Rev. 1 ; P. Anisman, «An Acceptable Poison Pill Rights Plan?» (1990) 2:2 Corp. Gov. Rev. 2 ; P. Anisman, «Poison Pill Rights Plans : A Checklist of Issues» (1990) 2:3 Corp. Gov. Rev. 4.

<sup>155</sup> Black, «Shareholder Passivity», *supra* note 24 à la p. 581.

<sup>156</sup> *Where Were the Directors?*, Report of the Toronto Stock Exchange Committee on Corporate Governance in Canada, *supra* note 12. En 1993, la Bourse de Toronto a mis sur pied un comité sur la régie d'entreprise qui a remis 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'entreprise. 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 conformer. 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. Concernant les directives adoptées par la Bourse de Toronto, voir le Règlement de la Bourse de Toronto, art. 19.17 repro-

sibilisé les entreprises à ces questions. Certains indices mis en évidence dans l'enquête de Montgomery permettent cependant de croire que les institutions manifestent peu d'intérêt à cet égard<sup>157</sup>. De même, à la lumière des commentaires exprimés par les intervenants dans le cadre de nos entrevues, il appert que l'ensemble des gestionnaires de portefeuille soit peu intéressé à consacrer des énergies à des interventions dont les fruits ne se manifestent qu'à long terme ou dont les bénéfices demeurent incertains.

Leur scepticisme s'exprime justement à l'égard des actions qui visent à améliorer les mécanismes de régie d'entreprise par une réforme de la structure et de la composition des conseils d'administration. Les propos du conseiller juridique du *Fonds mutuel A*, rapportés précédemment, rendent bien compte de cette tendance<sup>158</sup>. Après avoir souligné le caractère «nébuleux» des bénéfices qui peuvent résulter de ce type d'interventions, ce même interlocuteur précise davantage la position de son institution à ce sujet, dans la foulée du rapport de la Bourse de Toronto qui exige de la part des compagnies la divulgation de leurs pratiques en matière de régie d'entreprise : «[w]e haven't really focused on the TSE rules, quite frankly. We haven't [...] checked on whether companies are complying or if they're not [...] I don't necessarily think there's been a big awareness of it yet». Par ailleurs, compte tenu de la publication récente de ce rapport, ce conseiller entrevoit la possibilité d'une attention accrue, à l'avenir, dans les cas critiques où le rendement des compagnies serait nettement insatisfaisant et où les mécanismes de régie interne s'avèreraient inefficaces pour remédier à la situation.

Du côté des gestionnaires du secteur public que nous avons interrogés, les opinions divergent quant à la nécessité de surveiller et de proposer des changements concernant la structure et la composition des conseils d'administration. Il y a, par exemple, chez le vice-président aux investissements de la *Caisse publique A*, une remise en question des principes en matière de régie d'entreprise que certaines institutions ont adoptés au cours des années 1990 et qui incluent des normes concernant la structure et la composition des conseils d'administration. En s'appuyant sur une étude scientifique récente qui examine le lien entre ces principes et la performance financière des entreprises du TSE 300, le gestionnaire de cette caisse publique souligne qu'il n'y a pas nécessairement de corrélation entre la conformité à ces normes et le rendement des compagnies et que son institution s'interroge par conséquent sur l'opportunité d'intervenir en la matière. Au cours d'une discussion sur les perspectives d'avenir de l'activisme des investisseurs institutionnels au Canada, cet interlocuteur nous a même dit anticiper une mise en veilleuse de ces principes concernant la régie d'entreprise. Il résume sa pensée

---

duit dans CCH Canadian, *Can. Sec. L. Rep.* par. 803-932. Au sujet de ce rapport, voir Rousseau, «L'influence des investisseurs institutionnels», *supra* note 15 aux pp. 373-74.

<sup>157</sup> Montgomery, «Survey», *supra* note 31 à la p. 8. Parmi les dix situations énumérées dans cette enquête pour caractériser, par ordre d'importance, les différentes manifestations de l'activisme des investisseurs institutionnels, les «Consultations avec la direction concernant la composition du conseil d'administration» sont placées au sixième rang, alors que les «Consultations avec la direction concernant les procédures du conseil d'administration» viennent au dernier rang. Pour la liste des énoncés, voir *supra* note 93. Voir aussi le résumé de ces résultats dans Montgomery, *supra* note 13 à la p. 195.

<sup>158</sup> Voir texte correspondant à la note 133 et s.

comme suit : «La bataille va se faire sur des cas concrets plutôt que sur des principes [...] parce que la réalité y colle mal».

Tous ne partagent cependant pas la même vision à ce sujet, comme en témoignent les gestionnaires des deux autres caisses publiques et quelques dirigeants des organisations intermédiaires que nous avons interrogés. Ceux-ci font part d'une préoccupation significative et grandissante de leur institution à l'égard de la structure et de la composition des conseils d'administration. Comme le précise la vice-présidente chargée des investissements en actions de la *Caisse publique B* :

We pay a lot of attention to the board and it's certainly a very important factor. We have been instrumental in seeing some boards change where we have a large investment either because they have far too large a board and the management has also indicated they thought the board was too large or because we were unhappy with certain members. We made some suggestions. We don't put forward specific names but we pay a lot of attention to it in doing our analysis. We will look at the composition of the board, its independence, and use sort of the *Dey Report* as a basis. And on occasion, we vote against the board. It's not enough to cause us not to invest in a company because there can be a great opportunity. If there's a poor board, it can be an opportunity to make changes<sup>159</sup>.

Tout en s'inspirant de normes relatives à la structure et à la composition des conseils d'administration aux fins de leur évaluation, ces gestionnaires admettent effectuer une surveillance limitée des entreprises en se concentrant surtout sur celles dont le rendement est insatisfaisant. Le vice-président responsable des investissements de la *Caisse publique B* décrit ainsi cette attitude :

We analyse companies in terms of their governance. We do look at that but we're not going to take activity particularly strong; we're not going to target a company that is doing well. We're likely to target companies that are doing poorly with poor governance to try and make the changes... It's just that we have a limited amount of time to spend on this activity. We want to put it where we get the most effect.

Dans l'ensemble, à la lumière des données empiriques disponibles et des résultats de nos entrevues, on remarque que le comportement des investisseurs institutionnels canadiens se caractérise avant tout par une approche pragmatique qui tient compte à la fois des bénéfices et des coûts pouvant résulter de leurs interventions. Cette approche les amène ainsi à intervenir principalement dans les situations où ils sont assurés des gains nets qu'ils peuvent réaliser ou des pertes à éviter, notamment dans les situations d'abus ou d'iniquité ainsi que dans le cas de décisions stratégiques ou de changements structurels importants qui risquent d'affecter la valeur de leurs portefeuilles. En revanche, certaines formes d'activisme concernant par exemple la structure et la composition des conseils d'administration demeurent peu prisées car pour plusieurs, la preuve n'a pas encore été faite que ces initiatives donnent des résultats positifs tangibles. En outre, même s'il existe certains principes généraux balisant l'évaluation du comportement des entreprises en ce qui a trait à leur régie, ceux-ci ne sont pas pour autant érigés en dog-

---

<sup>159</sup> Cette interlocutrice fait référence au Rapport Dey. Il s'agit du rapport de la Bourse de Toronto intitulé *Where Were the Directors*, *supra* note 12.

mes applicables indistinctement à toutes les compagnies ; les institutions les considèrent plutôt comme des guides dont l'application varie selon les circonstances.

Dans ce tableau tracé à grands traits, les investisseurs institutionnels apparaissent généralement comme des actionnaires paisibles qui gardent l'oeil ouvert et n'hésitent pas à se manifester au moment opportun, en privilégiant surtout les interventions susceptibles de porter des fruits à court ou à moyen terme. Pour les entreprises, ces institutions représentent d'importants pourvoyeurs de fonds qu'elles ne peuvent ignorer. Face à cette puissance latente, les compagnies sont plus enclines à procéder de façon préventive par des consultations informelles auprès des principaux investisseurs afin de s'assurer de leur appui et de préserver leurs sources de financement pour l'avenir.

## V. Un regard particulier sur quelques «éléphants dans un magasin de porcelaine»

Dans l'univers des investisseurs institutionnels canadiens, trois institutions se démarquent en raison de la taille de leur actif, de l'importance de leurs placements dans les compagnies et de leur activisme à l'égard de la régie d'entreprise. Ces institutions sont la Caisse de dépôt et placement du Québec, l'Ontario Teachers' Pension Plan Board (Teachers) et l'Ontario Municipal Employees Retirement System (OMERS).

La Caisse de dépôt et placement du Québec est le plus important gestionnaire de portefeuille au Canada et sans doute l'investisseur institutionnel le plus puissant<sup>160</sup>. La Caisse de dépôt a été constituée en 1965 à l'initiative du gouvernement Lesage<sup>161</sup>. L'objectif initial justifiant sa création était de doter le gouvernement d'une institution qui pourrait recevoir les fonds provenant du Régime des rentes du Québec et effectuer le placement de ces fonds dans le but d'en faire croître la valeur<sup>162</sup>. L'important réservoir de capitaux qu'allait représenter la Caisse de dépôt incita également le gouvernement Lesage à la mettre sur pied. En effet, une telle institution allait permettre au gouvernement québécois d'avoir accès à des capitaux pour le financement du développement économique du Québec et donc d'acquérir une certaine indépendance vis-à-vis des marchés financiers<sup>163</sup>. La Caisse de dépôt avait ainsi le potentiel de devenir un ins-

---

<sup>160</sup> Stoffman, *supra* note 22 à la p. 46. 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 québécois. En effet, elle n'est pas responsable du fonctionnement et de l'administration d'aucune caisse de retraite. Caisse de dépôt et placement du Québec, *Rapport d'activités 1995*, Montréal, p. 4.

<sup>161</sup> *Charte de 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, Québec/Amérique, 1989.

<sup>162</sup> L'idée d'une institution telle la Caisse de dépôt a germé lors des travaux entourant la création du Régime des rentes du Québec qui devait fournir un régime universel de retraite aux travailleurs québécois. Voir Pelletier, *ibid.* aux pp. 15-22.

<sup>163</sup> *Ibid.* aux pp. 33-38. La Caisse de dépôt peut financer le gouvernement du Québec en achetant les obligations émises par ce dernier. En 1995, la valeur des obligations du gouvernement québécois que détenait la Caisse s'élevait à 9,7 G\$. La Caisse n'achète toutefois pas la totalité des obligations émises par le gouvernement du Québec ou ses sociétés d'état. Caisse de dépôt et placement du Québec, *Rapport d'activités 1995*, *supra* note 161 à la p. 20.

trument financier de premier plan pour le gouvernement. Le premier ministre Lesage résuma ces considérations à l'occasion du discours qu'il prononça en seconde lecture du projet de loi sur la Caisse de dépôt :

La Caisse de dépôt et placement est appelée à devenir l'instrument financier le plus important et le plus puissant que l'on ait eu au Québec jusqu'ici [...] [U]ne partie considérable de l'épargne des habitants du Québec va être investie par un organisme gouvernemental. Dans ces conditions, celui-ci doit être orienté de façon à servir le plus efficacement possible les intérêts de ceux qui seront appelés à y investir et à y déposer une fraction de leurs revenus<sup>164</sup>.

L'actif de la Caisse de dépôt n'a cessé de croître depuis sa création, alimenté notamment par l'arrivée de nouveaux déposants<sup>165</sup>, passant de 179 M\$ à ses débuts en 1966 à plus de 51 G\$ en 1995<sup>166</sup>. Après avoir limité ses investissements à des placements obligataires durant sa première année d'opération, la Caisse a progressivement diversifié la composition de son portefeuille pour en venir à détenir des investissements dans les principales catégories de placements. Son portefeuille est actuellement composé de placements sous forme d'actions, d'obligations, de titres hypothécaires, d'investissements immobiliers et de valeurs à court terme. Ses placements les plus importants sont effectués en obligations et en actions de compagnies. En 1995, près de la moitié de son actif était consacrée aux placements obligataires, pour une valeur d'environ 22,7 G\$, et près de 40% était investi dans des actions de compagnies, pour une valeur d'environ 16 G\$<sup>167</sup>. Avec environ 27,4% de ses 51 G\$ d'actif investis sous forme d'actions canadiennes, la Caisse constitue un investisseur dominant sur le marché des valeurs mobilières canadien<sup>168</sup>. Son portefeuille d'actions canadiennes, d'une valeur de 14 G\$, représente près de 3,3% de la capitalisation boursière des compagnies canadiennes qui s'élève à environ 430 G\$<sup>169</sup>.

La Caisse de dépôt n'est pas le seul investisseur institutionnel de cette envergure au sein du marché boursier canadien. Teachers et OMERS, qui constituent les deux plus grandes caisses de retraite au Canada, sont également des participants de premier

---

<sup>164</sup> Cité dans Pelletier, *ibid.* à la p. 292. Guy Savard, ancien président et directeur général de la Caisse de dépôt, précise ce volet du rôle de la Caisse : «Our contribution to the development of the Quebec economy is designed to have long-lasting positive economic effects for Quebec in terms of employment, investments and enhancement of the quality of life enjoyed by our fellow Quebecers. In so doing, we strive, through the use of our long-term patient capital, to eliminate market inefficiencies whenever possible and to fulfill the roles that few financial institutions can assume». Savard, *supra* note 74 à la p. 33. Voir aussi S. Brooks, *Who's in Charge — The Mixed Ownership Corporation in Canada*, Halifax, L'Institut de recherches politiques, 1987 aux pp. 84-93.

<sup>165</sup> Outre les fonds du Régime des rentes du Québec, la Caisse gère désormais des fonds provenant d'organismes gouvernementaux, de sociétés d'État, et d'associations professionnelles.

<sup>166</sup> Caisse de dépôt et placement du Québec, *Rapport d'activités 1995*, *supra* note 161 à la p. 3. Le second plus important gestionnaire de portefeuille au Canada, Les Placements T.A.L. Ltée, gère un actif d'environ 23,3 G\$, soit moins de la moitié de l'actif géré par la Caisse. Bak et Dempsey, *supra* note 8 à la p. 59.

<sup>167</sup> Caisse de dépôt et placement du Québec, *Rapport d'activités 1995*, *supra* note 161 aux pp. 3 et 13.

<sup>168</sup> *Ibid.* à la p. 13.

<sup>169</sup> *Euromoney*, *supra* note 2 à la p. 73.

plan *dans* ou *sur* ce marché<sup>170</sup>. Teachers est la caisse de retraite de l'ensemble des enseignants de niveaux primaire et secondaire de l'Ontario<sup>171</sup>. Ce n'est qu'en 1990 qu'elle a fait son entrée sur le marché des valeurs mobilières. Auparavant, la caisse de retraite ne pouvait investir que dans des obligations du gouvernement de l'Ontario, ce qui l'avait menée à accumuler un déficit actuariel de 3,7 G\$ en 1991<sup>172</sup>. Depuis l'abolition de cette restriction, Teachers est devenue progressivement un des principaux investisseurs institutionnels canadiens. En 1995, elle détenait un actif d'environ 42 G\$ qui représentait plus de 13% de l'actif total des 100 plus importantes caisses de retraite canadiennes<sup>173</sup>.

Teachers possède désormais un portefeuille de placements diversifié comptant des titres obligataires, des titres immobiliers et des actions de compagnies. La caisse de retraite favorise en premier lieu les placements en actions et en second lieu, les placements en obligations<sup>174</sup>. Ces derniers, d'une valeur de 13,6 G\$ forment actuellement 35% de l'actif de la caisse de retraite alors que les actions en représentent 62%, pour une valeur de 24,5 G\$<sup>175</sup>. Avec 31% de son actif investi dans les titres de compagnies canadiennes, Teachers détient une part appréciable du marché des valeurs mobilières canadien ; son portefeuille de 12,2 G\$ représente près de 2,8% de la capitalisation boursière des entreprises canadiennes.

De taille plus modeste que la Caisse de dépôt et la caisse de retraite Teachers, OMERS est la caisse de retraite des employés des collectivités locales de l'Ontario<sup>176</sup>. L'objectif principal de la caisse de retraite est d'assurer la croissance de l'actif géré de

---

<sup>170</sup> En réalité, les plus importantes caisses de retraite sont, dans l'ordre, Teachers, le Régime de retraite des employés du gouvernement et des organismes publics du Québec (RREGOP), et OMERS. Les fonds du RREGOP sont toutefois gérés entièrement par la Caisse de dépôt, ce qui diminue l'importance de cette caisse de retraite dans le cadre de notre étude. Ces trois institutions dominent largement les autres caisses de retraite. Leur plus proche rivale, en terme d'actif, est la caisse de retraite des employés des centres hospitaliers de l'Ontario, dont l'actif est inférieur de 15 G\$ à l'actif de OMERS. Voir Bak et Dempsey, *supra* note 8 à la p. 44.

<sup>171</sup> *Teachers' Pension Act*, R.S.O. 1990, c. T.1 ; Ontario Teachers' Pension Plan Board, *Annual Report 1995*, North York, 1996.

<sup>172</sup> Ontario Teachers' Pension Plan Board, *ibid.* à la p. 23. Le déficit actuariel pour l'année 1995 est d'environ 500 M\$.

<sup>173</sup> *Ibid.* à la p. 7 ; Bak et Dempsey, *supra* note 8 à la p. 44.

<sup>174</sup> Ontario Teachers' Pension Plan Board, *OTPPB's Statement of Investment Policies and Goals*, Toronto, 1995, section B.1 ; Ontario Teachers' Pension Plan Board, *supra* note 171 à la p. 12. L'objectif de la caisse de retraite est d'avoir 66% de son actif consacré aux placements en actions et 34% de son actif consacré aux placements à revenu fixe tels les obligations et débetures.

<sup>175</sup> Ontario Teachers' Pension Plan Board, *supra* note 171 à la p. 1.

<sup>176</sup> *Ontario Municipal Employees Retirement System Act*, R.S.O. 1990, c. 0-29. OMERS regroupe plus de 1000 employeurs faisant partie des collectivités locales ontariennes pour un total de plus de 200 000 bénéficiaires. Voir OMERS, *1995 Annual Report*, Toronto, 1996, p. 5 ; Ontario, Task Force on the Investment of Public Sector Pension Funds, *In whose interest?*, Toronto, Queen's Printer, 1987 aux pp. 187-215.

manière à pouvoir financer adéquatement la retraite des bénéficiaires<sup>177</sup>. OMERS, tout comme Teachers, ne se reconnaît pas de mission concurrente, contrairement à la Caisse de dépôt :

Social or political imperatives cannot be accomodated where the one and only uniting common factor to all our members and employers is the rate of return [...]

It is not appropriate to use the OMERS Fund, which is held in trust for OMERS plan participants, to accomplish broader social objectives. However laudable it may seem to assist specific industry sectors, promote domestic economic development, create local jobs, or encourage a safe and healthy environment, our fiduciary responsibility prevents us from pursuing any investment opportunities that do not primarily benefit our participants<sup>178</sup>.

À l'instar de Teachers, OMERS ne pouvait investir son actif que dans les obligations du gouvernement de l'Ontario pendant les premières années de son existence. En 1975, cette restriction fut toutefois levée, ce qui permit à la caisse de retraite d'entrer sur le marché des valeurs mobilières et d'en devenir un des principaux participants. En 1995, OMERS possédait un actif d'environ 24 G\$, ce qui représente près de 8% des 304 G\$ formant l'actif des 100 plus importantes caisses de retraite canadiennes<sup>179</sup>.

Tout comme la Caisse de dépôt et Teachers, OMERS détient un portefeuille de placements diversifié qui privilégie les investissements dans les actions et les obligations. La caisse de retraite consacre environ 19% de son actif à des investissements en titres obligataires pour une valeur de 4,8 G\$, et environ 57% en actions de compagnies pour une valeur de 13,7 G\$<sup>180</sup>. Les placements effectués dans des compagnies publiques canadiennes s'élèvent à près de 10 G\$, soit 36,6% du portefeuille, ce qui représente environ 2,3% de la capitalisation boursière canadienne.

Dans le cadre de leurs activités de placement, ces institutions participent au financement de jeunes entreprises ainsi qu'au financement de fusions, d'acquisitions et d'autres restructurations corporatives, jouant par là un rôle qui s'apparente à celui des banques d'affaires (*merchant banks*) et dépasse celui de simple investisseur<sup>181</sup>. La Caisse de dépôt est sans doute la pionnière dans ce domaine, ses premières activités de banque d'affaires remontant à la fin des années 1960. En fait, tout au long des deux dernières décennies, ce volet des activités de la Caisse a été intimement lié à la réalisa-

<sup>177</sup> Les cotisations des employeurs et des employés ne contribuent qu'à 45% du financement du régime de retraite. Le reste des fonds doit être généré par le rendement de cet actif. OMERS, *OMERS Investment Practices*, Toronto, 1995 à la p. 2.

<sup>178</sup> *Ibid.* aux pp. 3, 10 et 11.

<sup>179</sup> Bak et Dempsey, *supra* note 8 à la p. 44 ; OMERS, *1995 Annual Report*, *supra* note 176 à la p. 4 ; Ontario, Task Force on the Investment of Public Sector Pension Funds, *supra* note 176 à la p. 190.

<sup>180</sup> OMERS, *1995 Annual Report*, *ibid.* aux pp. 11-14.

<sup>181</sup> La notion de banques d'affaires, dont l'origine anglo-saxonne remonte au XIX<sup>ème</sup> siècle, désigne de nos jours les institutions financières qui oeuvrent dans le vaste domaine du financement en fournissant à la fois des capitaux et de l'expertise en cette matière. D.W. Pearce, dir., *The MIT Dictionary of Modern Economics*, 3<sup>e</sup> éd., Cambridge, M.I.T. Press, 1986 ; G.F. Boreham, «Three years after Canada's "Little Bang"» (1990) 97:5 *Canadian Banker* 6. Voir aussi J. Ibarrola et N. Pasquarelli, *Nouveau dictionnaire économique et social*, Paris, Éditions sociales, 1981.

tion de sa mission qui consiste à promouvoir le développement économique du Québec<sup>182</sup>.

Ainsi, depuis sa création, la Caisse s'associe à des entreprises en effectuant des investissements privés ou publics et en établissant avec celles-ci des relations privilégiées à long terme, dans le but de participer à leur croissance et d'obtenir un rendement financier concurrentiel<sup>183</sup>. Ainsi, elle a contribué activement à la naissance et à toutes les étapes du développement de Provigo en finançant et en facilitant les fusions et les acquisitions de cette entreprise<sup>184</sup>. La Caisse de dépôt a également joué un rôle prépondérant dans le développement de Vidéotron, entreprise québécoise de cablodistribution, en appuyant sa prise de contrôle de Cablevision Nationale, dont elle était un actionnaire important<sup>185</sup>. De même, le financement de la Caisse a été un facteur déterminant dans l'expansion de compagnies telles Artopex, Canam Manac et Telesystem National<sup>186</sup>.

En 1995, le portefeuille des participations de la Caisse comportait plus de 200 placements et sa valeur atteignait 2,8 G\$, soit 5,5% de l'ensemble de ses placements. Pour mieux gérer cette activité, la Caisse a mis sur pied cinq filiales destinées à réaliser des placements dans des créneaux spécifiques du marché<sup>187</sup>. Ces filiales sont Capital CDPQ (petites entreprises), Capital d'Amérique CDPQ (moyennes entreprises), Capital Communications CDPQ (communications et télécommunications), Sofinov (technologies de pointe), et Capital International CDPQ (marchés étrangers). Parmi les placements récents effectués par ce groupe, mentionnons la participation de Sofinov au

---

<sup>182</sup> Le gouvernement du Parti Québécois a considéré l'opportunité de créer une véritable banque d'affaires à la fin des années 1970. Cette dernière aurait utilisé les fonds de la Caisse de dépôt pour effectuer des placements plus dynamiques. Le gouvernement n'a pas donné suite à ce projet. Cependant, les membres du conseil d'administration de la Caisse de dépôt ont par la suite favorisé un plus grand interventionnisme de la Caisse du côté du développement économique, comme l'illustre cette remarque de Marcel Cazavan, président de la Caisse à cette époque : «[t]out en reconnaissant le bien-fondé des objectifs poursuivis jusqu'ici, le conseil considère que la Caisse de dépôt doit maintenant orienter davantage ses ressources vers le développement économique du Québec»: Caisse de dépôt et placement du Québec, *Rapport annuel 1978* cité dans Pelletier, *supra* note 161 à la p. 150.

<sup>183</sup> Caisse de dépôt et placement du Québec, *Rapport d'activités 1995*, *supra* note 161 aux pp. 28-32. Ces investissements sont effectués sous forme d'actions, de débentures et de titres d'emprunt.

<sup>184</sup> Dès 1967, la Caisse détenait des actions de Couvrette et Provost Ltée qui allait servir de base à la création de Provigo. À la fin des années 1980, la Caisse exerça une influence importante sur la direction de Provigo en favorisant la nomination de Pierre Lortie et de Bertin Nadeau au conseil d'administration. Elle permit également à Unigesco, appartenant à Bertin Nadeau, de devenir l'actionnaire principal de Provigo en lui cédant une partie de ses actions. Ceci assurait le contrôle québécois de Provigo, qui demeurerait jusqu'alors incertain étant donné la participation que détenaient les Sobeys dans l'entreprise. Nadeau, qui devint le président du conseil d'administration et chef de direction de Provigo, fut plus tard évincé de ces postes par la Caisse elle-même en raison des piètres résultats financiers de l'entreprise. Voir Pelletier, *supra* note 161 aux pp. 131, 146-148 et 231-244.

<sup>185</sup> *Ibid.* aux pp. 93-96 et 214-216. La Caisse avait acquis le contrôle de Cablevision Nationale en 1971 avec la Banque Laurentienne, La Sauvegarde et Assurance-vie Desjardins.

<sup>186</sup> *Ibid.* aux pp. 216-22.

<sup>187</sup> Caisse de dépôt et placement du Québec, *Rapport d'activités*, *supra* note 161 aux pp. 28-31. Ces participations sont également effectués par le biais de sociétés de capital de risque.

premier appel public à l'épargne d'Axcan Pharma et à la création de Seragen Biopharmaceutique, ainsi que l'investissement de Capital Communications CDPQ dans Labatt Communications Inc. (LCI)<sup>188</sup>.

La Caisse a également exercé le rôle de banque d'affaires pour permettre à des intérêts québécois d'acquérir ou de conserver le contrôle de grandes entreprises ayant une position stratégique au sein de l'économie québécoise<sup>189</sup>. Dans cette perspective, la Caisse a acquis le contrôle de Gaz Métropolitain et de Domtar<sup>190</sup>, au début des années 1980, de concert avec des sociétés d'État québécoises, et s'est associée avec Brascan, société de holding appartenant à la famille Bronfman, pour prendre le contrôle de Noranda<sup>191</sup>. Plus tard, en 1989, le risque que Steinberg échappe au contrôle d'intérêts québécois en étant vendu à Oxdon Investments a incité la Caisse à s'associer avec Socanav pour former la Corporation d'acquisition Socanav-Caisse (CAS) et lancer une offre publique d'achat (OPA) de 1,3 G\$ sur Steinberg, dont la Caisse fournit plus de 90% du financement<sup>192</sup>. Si CAS réussit à prendre le contrôle de Steinberg, la transaction, qui constitue à ce jour la plus audacieuse de la Caisse, n'eut malheureusement pas les résultats escomptés<sup>193</sup>. L'empire Steinberg dut être démantelé quelques années après la prise de contrôle en raison de l'endettement excessif de Socanav et de l'inexpérience de son président Michel Gaucher dans le secteur de l'alimentation<sup>194</sup>. Toutefois, la Caisse de dépôt conserve les actifs immobiliers de Steinberg, d'une valeur d'environ 1 G\$, qu'elle s'était appropriée en échange de son financement de l'OPA de CAS<sup>195</sup>.

<sup>188</sup> *Ibid.* aux pp. 29-30.

<sup>189</sup> Ces activités ont fait l'objet de vives critiques de la part de ceux qui s'opposent aux interventions de l'État dans l'économie, de même que de la part de ceux qui percevaient la Caisse comme un instrument d'intervention économique contrôlé par le gouvernement du Parti Québécois. Voir par exemple Arbour, *supra* note 80 ; K. Anderson, «Take the Politics Out of Quebec's Pension», *The [Toronto] Financial Post* (31 mai 1996) 11. La «menace» que Power Corporation et la Caisse de dépôt acquièrent une participation majoritaire dans Canadien Pacifique servit de prétexte au gouvernement fédéral pour présenter le projet de loi S-31, la *Loi sur la limitation de la propriété des actions des sociétés*, dont l'objet était d'interdire aux gouvernements provinciaux et à leurs organismes et sociétés d'État de détenir plus de 10% d'une compagnie de transport canadienne ou pancanadienne. Ce projet de loi ne vit jamais le jour mais sa présentation eut, dans une certaine mesure, pour effet de faire avorter cette prise de contrôle. Sur cette affaire, voir Pelletier, *supra* note 161 aux pp. 193-221 ; Pesando, *supra* note 80.

<sup>190</sup> S. Brooks, *supra* note 164 aux pp. 61-63 ; Pelletier, *ibid.* aux pp. 177-86. Voir aussi *In the Matter of the Caisse de dépôt et placement du Québec*, (1982) 4 :16 O.S.C.B. 429C.

<sup>191</sup> Pelletier, *ibid.* aux pp. 186-89.

<sup>192</sup> Pelletier, *ibid.* aux pp. 275-80 ; K. Dougherty, «Caisse forges bold new role» *The [Toronto] Financial Post* (28 août 1989) 1 ; «Steinberg Financing», *The [Toronto] Financial Post* (16 mars 1990) 22 ; K. Dougherty, «Caisse a Canadian powerhouse — largest money manager» *The [Toronto] Financial Post* (23-25 janvier 1993) 21.

<sup>193</sup> «Steinberg Fails Quebec Inc. Test», *supra* note 81. Voir aussi Arbour, *supra* note 80 aux pp. 43-49.

<sup>194</sup> K. Dougherty, «Steinberg saga ends in failed buyout — Grocer's» *The [Toronto] Financial Post* (26 décembre 1992) 15.

<sup>195</sup> Caisse de dépôt et placement du Québec, *Rapport d'activités 1995*, *supra* note 160 à la p. 33. Sur l'entente entre Socanav et la Caisse pour le financement de l'OPA de CAS, voir *Investissements*

Teachers utilise également une partie de l'actif de son portefeuille d'actions pour réaliser des activités de banque d'affaires. Ce volet des opérations de Teachers est en plein développement, alors que la caisse de retraite recherche de nouvelles occasions d'investissement au sein du marché canadien pour son actif croissant. Jusqu'à présent, Teachers a investi plus de 600 M\$ dans de telles opérations, mais ce montant pourrait bien doubler prochainement puisque son conseil d'administration a décidé de consacrer 3% de l'actif total de la caisse de retraite à de telles activités<sup>196</sup>. Même si Teachers ne possède pas la mission spécifique de contribuer au développement économique provincial ou national, ses opérations de banque d'affaires poursuivent un tel objectif, comme l'indiquait son rapport annuel de 1994 : «[t]he [...] merchant banking portfolio is one of Canada's largest active pools in assisting companies to fulfill their potential in terms of financial stability, product development, competitive market share, and job creation»<sup>197</sup>.

Tout en reconnaissant l'importance du rôle joué par Teachers dans le financement de petites et moyennes entreprises, il faut remarquer que ce sont toutefois ses activités de banque d'affaires dans le secteur du financement des acquisitions et des restructurations qui ont requis les investissements les plus substantiels et suscité le plus d'intérêt<sup>198</sup>. Parmi les transactions d'envergure auxquelles Teachers a participé, mentionnons la tentative de prise de contrôle de Labatt par Onex Corp. où Teachers, qui détenait 6% des titres de Labatt, fournit 100 M\$ pour financer l'offre de 2,3 G\$ de Onex<sup>199</sup>. L'offre de cette dernière fut battue par celle d'Interbrew SA, mais l'existence d'offres concurrentes pour les titres de Labatt fit monter les enchères, ce qui permit à Teachers de réaliser un profit d'environ 40 M\$ sur son investissement dans cette compagnie<sup>200</sup>. Teachers a également appuyé l'acquisition de Maple Leaf Foods par Wallace McCain en investissant 150 M\$ dans cette transaction d'un milliard de dollars, ce qui fait désormais de la caisse de retraite un actionnaire important de Maple Leaf Foods<sup>201</sup>. Enfin,

---

*Oxdon Inc. c. Corp. d'acquisition Socanav-Caisse Inc.*, [1989] R.J.Q. 2387 (C.S.). Les actifs immobiliers de Steinberg ont été touchés assez sévèrement par la récession du début des années 1990 et la chute du marché de l'immobilier qui l'a accompagnée. K. Léger, «New King of the Caisse» *The [Toronto] Financial Post* (29-31 juillet 1995) 12.

<sup>196</sup> Ontario Teachers' Pension Plan Board, *supra* note 171 à la p. 20.

<sup>197</sup> Ontario Teachers' Pension Plan Board, *Annual Report 1994*, North York, 1995. Dans son rapport annuel de 1995, Teachers ne fait plus mention de cet objectif.

<sup>198</sup> A. Bell, «Teachers seeking more merchant banking deals» *The [Toronto] Globe and Mail* (15 mars 1995) B2 ; S. Davison, «Ontario Teachers Pension Plan flexes muscles» *Reuter News Service — Canada* (13 mars, 1995) ; «The new power of pension funds» (1995) 7:7 M & A 19 ; J. McNish, «Pension Fund Power — The Ontario Teachers Pension Plan Board's small team of managers is earning the once-stodgy fund as a corporate king maker» *The [Toronto] Globe and Mail* (17 juin 1995) B1 ; T. Corcoran, «Teachers' backroom role in Labatt attack» *The [Toronto] Globe and Mail* (2 juin 1995) B2 ; A. Willis, «Looking forward to retirement», *Maclean's* (27 mars 1995) 36.

<sup>199</sup> Corcoran, *ibid.* ; McNish, *ibid.*

<sup>200</sup> McNish, *ibid.*

<sup>201</sup> Teachers détient le pouvoir de nommer trois administrateurs au conseil de Maple Leaf Foods. Willis, *supra* note 198 ; McNish, *ibid.* George Engman, responsable du secteur de *merchant banking* de Teachers, résume ainsi les motifs qui l'ont poussé à appuyer Wallace McCain : «The spirit of our

Teachers s'est associé à Steve Stavro pour former la compagnie MLG Ventures qui a fait l'acquisition du Maple Leaf Gardens de Toronto et de l'équipe de hockey les Maple Leafs de Toronto<sup>202</sup>. Teachers a fourni 55,7 M\$ des 113,75 M\$ déboursés pour acquérir ces deux entreprises.

Comparativement aux investissements de la Caisse de dépôt et de Teachers, les activités de banque d'affaires d'OMERS sont plutôt modestes. La caisse de retraite diversifie ses placements en actions canadiennes en investissant dans diverses catégories d'entreprises, mais ce sont les placements dans les grandes entreprises, celles qui ont une valeur de plus de 150 M\$, qui dominent son portefeuille d'actions canadiennes<sup>203</sup>. OMERS consacre néanmoins une petite partie de l'actif de son portefeuille d'actions à des placements de participation<sup>204</sup>. Ces investissements sont toutefois réalisés uniquement dans une perspective d'améliorer le rendement des fonds investis<sup>205</sup>.

Comme nous pouvons le constater, les trois institutions sont très actives sur le marché des valeurs mobilières et investissent une portion considérable de leurs actifs dans les titres de compagnies. Si la taille des portefeuilles d'actions de ces institutions leur confère un statut particulier au sein du marché canadien, c'est toutefois l'existence d'investissements significatifs dans des compagnies individuelles qui influence le comportement des investisseurs institutionnels et la perception de leur mandat. En effet, leur intérêt à l'égard des affaires de l'entreprise est largement tributaire de la taille de leur investissement.

Les trois institutions sont contraintes d'effectuer la plus grande partie de leurs placements en actions dans le marché canadien qui ne représente qu'entre 2 et 3% du marché mondial des valeurs mobilières<sup>206</sup>. En effet, en vertu de la *Loi de l'impôt sur le revenu*, les caisses de retraite ne peuvent investir plus de 20% de leur actif en actions étrangères sans subir de pénalité<sup>207</sup>. Ces investisseurs doivent ainsi concilier cette limite

partnership in acquiring control of this company was to employ Wallace's acumen in this business and our capital to build a profitable company» (Davison, *supra* note 198).

<sup>202</sup> Davison, *ibid.* ; McNish, *ibid.*

<sup>203</sup> OMERS, 1995 *Annual Report*, *supra* note 176 à la p. 12.

<sup>204</sup> Corcoran, *supra* note 198. Les investissements que OMERS possède dans des compagnies fermées s'élèvent à 353 M\$. Ce sont généralement ces compagnies qui bénéficient des placements de participation. OMERS, 1995 *Annual Report*, *supra* note 176 à la p. 13.

<sup>205</sup> OMERS, *OMERS Investment Practices*, *supra* note 177 à la p. 11 : «OMERS has evaluated many proposals for direct investment in public sector ventures over the years. We are willing to make and have made, such investments where the level of return is deemed to be commensurate with the level of risk [...] OMERS strives to remain alert in the pursuit of all prudent investment opportunities that may be expected to enhance the Fund's total return.»

<sup>206</sup> K. Ambachtsheer, «Breaking the Rule» (1995/96) *Can. Inv. Rev.* 49.

<sup>207</sup> *Loi de l'impôt sur le revenu*, L.R.C. 1985 (5<sup>e</sup> supp.), c. 1, art. 146, 205 et 206. Cette disposition prévoit un taux d'imposition mensuel de 1% sur tout actif des caisses de retraite placé en titres étrangers qui dépasse le seuil de 20%. Cette restriction sur les placements en titres étrangers a pour effet de limiter la diversification des portefeuilles des caisses de retraite. En effet, elle force ces dernières à effectuer 80% de leurs placements dans un marché qui ne représente que 2 ou 3% du marché mondial des valeurs mobilières. Ce résultat est certainement critiquable en regard du devoir de prudence im-

avec leur devoir d'obtenir le meilleur rendement possible pour leur actif, comme le soulignent les représentants d'OMERS : «we must invest 80 per cent of our funds in the Canadian market and only 20 per cent in the rest of the world [...] We have a fiduciary and trustee requirement to produce returns; however, we are limited to investing in only a small part of the investable capital of the world»<sup>208</sup>. Comme le marché canadien offre des occasions d'investissement limitées, les trois institutions nommées doivent concentrer leurs placements dans les compagnies publiques canadiennes qui détiennent de bonnes perspectives de rendement<sup>209</sup>. C'est d'ailleurs ce que révèle l'examen des portefeuilles d'actions de ces trois institutions. La Caisse de dépôt détient plus de 10% des actions votantes d'environ 125 compagnies, alors que Teachers possède plus de 5% des actions votantes d'environ 40 compagnies<sup>210</sup>. Comme l'indiquent les tableaux joints en annexe, qui donnent un aperçu des investissements significatifs de ces trois institutions, certains de leurs investissements atteignent des proportions très élevées s'approchant de la limite légale permise pour leurs placements, soit 30% des actions votantes d'une entreprise.

Les investissements peuvent toutefois représenter des sommes considérables même lorsqu'ils n'atteignent pas des proportions très élevées des titres d'une compagnie. En effet, non seulement la proportion d'actions détenues mais aussi la valeur de l'investissement en cause influencent l'attitude des investisseurs institutionnels à l'égard d'une compagnie<sup>211</sup>. Un tel examen révèle que la Caisse de dépôt détient des investissements d'une valeur supérieure à 100 M\$ dans plus d'une trentaine de compagnies oeuvrant dans diverses industries<sup>212</sup>. À titre d'exemple, les placements de la Caisse atteignent le montant de 428 M\$ dans BCE, 293 M\$ dans la banque CIBC, 240 M\$ dans Bombardier et 386 M\$ dans Canadien Pacifique. Teachers possède de tels investissements dans environ 25 compagnies dont BCE (487 M\$), la banque CIBC (360 M\$), Barrick Gold (355 M\$) et Seagram (326 M\$)<sup>213</sup>. OMERS, qui ne dévoile pas la taille de ses placements dans des compagnies particulières, détient aussi de tels placements dans plusieurs entreprises. Ainsi, cette caisse de retraite est l'actionnaire princi-

---

posé au gestionnaire des caisses de retraite qui, dans son acception moderne, requiert que soit suivi le principe de la division des risques. Voir K. Ambachtsheer, *ibid.*

<sup>208</sup> Sénat du Canada, Comité sur les banques et le commerce, Délibérations du groupe de travail sur la régie des sociétés [Toronto], *Fascicule n° 5*, 21 février 1996. <http://parl30.parl.gc.ca/english/senate/com-f/corp-f/05CU-F.htm>. [date d'accès 5 mai 1997] [ci-après *Fascicule n° 5*].

<sup>209</sup> K. Dougherty, *supra* note 194. À cet égard, les activités de banque d'affaires des investisseurs constituent une façon de pallier à la petite taille du marché et de trouver de nouvelles occasions d'investissements.

<sup>210</sup> Caisse de dépôt et placement du Québec, *Statistiques financières* 1995, Montréal, 1995 aux pp. 18-44 ; Sénat du Canada, Comité sur les banques et le commerce, Délibérations du groupe de travail sur la régie des sociétés [Toronto], *Fascicule No. 6*, 22 février 1996, <http://parl30.parl.gc.ca/english/senate/com-f/corp-f/06CU-F.htm> [date d'accès 5 mai 1997] [ci-après *Fascicule n° 6*].

<sup>211</sup> Pound, *supra* note 45 aux pp. 1041-42 ; Conard, *supra* note 16 aux pp. 131-35.

<sup>212</sup> Caisse de dépôt et placement du Québec, *supra* note 210.

<sup>213</sup> Ontario Teachers' Pension Plan Board, *supra* note 171 aux pp. 48-49.

pal de deux importantes compagnies, soit MDS Health Group et Fortis<sup>214</sup>. Cet exercice permet de constater que ce sont surtout les grandes compagnies canadiennes ne possédant pas d'actionnaire principal qui font l'objet des investissements les plus élevés<sup>215</sup>. Teachers, OMERS et la Caisse constituent ainsi les plus importants actionnaires de ces compagnies, ce qui est susceptible de modifier la nature de leurs relations avec elles<sup>216</sup>.

Rappelons que les placements importants peuvent entraîner des coûts de transaction élevés pour les investisseurs, ce qui rend l'option de la vente (*exit*) moins attrayante<sup>217</sup>. En effet, il peut être difficile de trouver preneur pour d'importants blocs d'actions sur le marché sans subir des pertes substantielles<sup>218</sup>. De plus, même si la vente des blocs d'actions est désormais facilitée par l'existence du *block trading*<sup>219</sup>, il doit être possible de remplacer cet investissement par un autre investissement de qualité qui maintiendra la diversification du portefeuille. Or, cela peut s'avérer difficile à réaliser étant donné la petite taille du marché des valeurs mobilières canadien. Par exemple, si la Caisse de dépôt vend sa participation dans BCE qui s'élève à plus de 400 M\$, quel titre peut-elle acquérir en échange pour conserver des placements dans le secteur des télécommunications au Canada ? Ainsi, les institutions abordent leurs placements significatifs dans une perspective d'investissement à long terme où l'option de la prise de parole (*voice*) est préférée à celle de la défection (*exit*)<sup>220</sup>.

<sup>214</sup> «The Performance 500», *Canadian Business* (juin 1996) 152. Dans son rapport annuel de 1995, OMERS mentionne ceci : «OMERS has relatively large minority shareholdings with commensurate voting power in many companies». OMERS, *1995 Annual Report*, *supra* note 171 à la p. 8.

<sup>215</sup> Patry et Poitevin, *supra* note 26 aux pp. 412-13 ; Daniels et Waitzer, *supra* note 5 à la p. 33.

<sup>216</sup> Rock, *supra* note 26 aux pp. 453-64 ; Pozen, *supra* note 26 ; Black, «Shareholder Passivity», *supra* note 24 aux pp. 587-88 ; Matheson et Olson, «Longterm Shareholder», *supra* note 12 aux pp. 1354-56.

<sup>217</sup> Coffee, Jr., «Liquidity versus Control», *supra* note 26 à la p. 1329 ; Matheson et Olson, *ibid.* aux pp. 1477-82. Ces risques sont particulièrement élevés au Canada où le marché des valeurs mobilières est caractérisé par une faible liquidité. D.J. Fowler et C.H. Rorke, «Insider Trading Profits on the Toronto Stock Exchange, 1967-1977» (1988) 5:1 *Can. J. Admin. Sci.* 13.

<sup>218</sup> Les investisseurs institutionnels transigent généralement entre eux pour cette raison. Garten, *supra* note 23 à la p. 626 ; MacIntosh, «Role of Institutional Investors», *supra* note 16 aux pp. 435-36. Voir cependant N. Close, «Price Reaction to Large Transactions in the Canadian Equity Markets» (1975) 31:6 *Fin. Anal. J.* 50. Cette étude indique que la vente d'un bloc important d'actions n'a pas d'effet négatif substantiel sur le prix des actions.

<sup>219</sup> Le *block trading* est un mécanisme mis sur pied par des courtiers en valeurs mobilières américains qui permet la réalisation de transactions dont la taille excède les capacités du parquet des bourses. De telles transactions sont réalisées en marge des bourses, mais demeurent réglementées par celles-ci. Ainsi, les courtiers doivent divulguer le prix auquel les blocs importants d'actions sont transigés de cette façon. Voir D.E. Logue, *Handbook of Modern Finance*, Boston, Warren Gorham Lamont, 1995 au n° A2.02[5][e] ; Lowenstein, *supra* note 53 aux pp. 59-60. Voir aussi Black, «Agents Watching», *supra* note 16 aux pp. 874-76.

<sup>220</sup> Dans leur présentation devant le comité sénatorial sur la révision de la *Loi canadienne sur les sociétés par actions*, *supra* note 37, OMERS et Teachers faisaient remarquer qu'ils ont une perspective d'investissements à long terme. Ainsi, les représentants d'OMERS indiquaient : «In terms of investing, we are not in a horse race; we are here to make long-term returns». Ceux de Teachers mentionnaient que : «[w]e invest in companies for the long term and we hold substantial stake in these companies [...] A large ownership position and our long-term orientation arise as a consequence of

La perspective d'investissement à long terme adoptée par les investisseurs, conjuguée à l'importance de leurs placements, est favorable à l'établissement de relations étroites avec les entreprises, comme le note l'auteur américain Gordon :

Substantial share ownership is important because it carries voting power, which increases management's receptivity to shareholder engagement; because it bonds the investor's belief in the value of the engagement; and because it may bond the investor's commitment to a long-term relationship (depending on the liquidity of the stock.) A credible commitment to an extended holding period similarly increases management's willingness to engage because it indicates that the investor shares management's time frame for the measurement of success<sup>221</sup>.

En ce sens, la Caisse de dépôt, Teachers et OMERS entretiennent des relations étroites avec plusieurs compagnies dans lesquelles ils détiennent des investissements importants. Ces relations étroites, désignées aux États-Unis par l'expression *relational investing*<sup>222</sup>, s'apparentent à un partenariat investisseurs/entreprises dont l'objectif est d'assurer le meilleur rendement de l'entreprise à long terme<sup>223</sup>. L'intensité des relations entretenues dans le cadre du partenariat varie en fonction de plusieurs facteurs tels la taille des investissements, le style d'activisme préconisé par l'institution, les activités actuelles et futures des entreprises et le rendement de celles-ci. Cette intensité variable du partenariat se reflète dans les modes d'intervention retenus pour assurer sa mise en oeuvre, dans la fréquence plus ou moins régulière des communications avec les dirigeants, de même que dans le degré de participation des investisseurs à la conduite des affaires des entreprises.

Une forme courante de partenariat pratiquée par les investisseurs institutionnels est celle où ils effectuent une surveillance régulière de la conduite des affaires des entreprises et font connaître aux dirigeants leurs préoccupations à cet égard. Cette supervision peut s'effectuer officiellement par le biais de nominations au sein du conseil d'administration des entreprises. D'ordinaire, elle est toutefois réalisée sous la forme de rencontres et de communications officieuses avec les dirigeants. Un ancien président et chef de direction de la Caisse de dépôt et placement du Québec décrivait ainsi cette forme de partenariat devant le groupe de travail sur la régie d'entreprise :

My own experience tells me that those institutional investors who practice a policy of active portfolio management of their assets have regular meetings with the management of corporations in which they have position. Usually, those meetings are rather firm because the analysts working for the institutional

---

our size and of our liabilities». Même si la Caisse de dépôt ne semble pas effectuer systématiquement ses investissements à long terme, elle adopte une telle perspective à l'égard des entreprises dans lesquelles elle possède des placements significatifs. Voir *Fascicule n° 5*, *supra* note 208, et *Fascicule n° 6*, *supra* note 210.

<sup>221</sup> Gordon, *supra* note 47.

<sup>222</sup> Voir Ayres et Cramton, *supra* note 45 ; J.H. Dobrzynski, «Relationship Investing» *Business Week* (15 mars 1993) 68 ; Gordon, *ibid.* ; Matheson et Olson, «Corporate Corporation», *supra* note 45.

<sup>223</sup> Voir K. Howlett, «Delorme urges partnership spirit» *The [Toronto] Globe and Mail* (19 avril 1994) B7.

investors normally have a very good knowledge, not only of that company but of the industry in which that company operates<sup>224</sup>.

Lorsque l'information obtenue par ces contacts permet aux investisseurs de constater que l'administration des entreprises ne répond pas à leurs attentes, ils n'hésitent pas à critiquer les dirigeants, comme l'indiquent les représentants d'OMERS : «[o]ur role as an institutional investor or a pension fund is to issue the wake-up call when we see companies not performing the way our analysis indicates that they should be performing»<sup>225</sup>. Dans certains cas, les investisseurs vont jusqu'à remettre en cause l'administration des entreprises et jouer un rôle prépondérant dans la destitution et le remplacement des dirigeants en place<sup>226</sup>. Les contacts réguliers entre les investisseurs et les dirigeants obligent donc ceux-ci à rendre compte de leur administration à des actionnaires sophistiqués qui détiennent des investissements significatifs, ce qui contribue à accroître l'imputabilité de ces dirigeants<sup>227</sup>.

La supervision exercée par les investisseurs institutionnels peut également se traduire par des interventions plus directes qui s'apparentent à une fonction de direction. Ainsi, certains investisseurs échangent des informations et des idées avec les dirigeants au sujet de questions telles les grandes orientations stratégiques de l'entreprise, ses plus récents résultats financiers, les transactions d'affaires envisagées, ou certaines de ses politiques spécifiques<sup>228</sup>. De plus, lorsqu'ils le jugent nécessaire, les investisseurs n'hésitent pas à exprimer leur opinion et à intervenir à l'égard de transactions particulières qui sont susceptibles d'avoir des répercussions considérables sur l'entreprise. Par exemple, la société Seagram a subi les critiques de nombreux investisseurs institutionnels lorsqu'elle a restructuré ses investissements pour délaisser le secteur industriel et se consacrer au secteur des communications et du divertissement<sup>229</sup>. Plus particulière-

---

<sup>224</sup> Les propos rapportés sont ceux de Jean-Claude Delorme, qui s'exprimait à titre personnel devant le comité sénatorial sur les banques et le commerce. Sénat du Canada, Comité sur les banques et le commerce, Délibérations du groupe de travail sur la régie des sociétés [Montréal], *Fascicule No. 4*, 20 février 1996. <http://parl30.parl.gc.ca/english/senate/con-f/corp-f/04CU-F.htm>. [date d'accès 5 mai 1997] [ci-après *Fascicule n° 4*].

<sup>225</sup> Sénat du Canada, Comité sur les banques et le commerce, Délibérations du groupe de travail sur la régie des sociétés, *Fascicule No. 5*, *supra* note 208.

<sup>226</sup> Pour des exemples voir R. Siklos, «Shareholders may be behind MacBlo move to appoint Sherritt CEO to board» *The [Toronto] Financial Post* (17 avril 1996) 7 ; Le Cours et Tremblay, *supra* note 22.

<sup>227</sup> Ayres et Cramton, *supra* note 45 aux pp. 1039-57. Ce rôle disciplinaire devrait tendre à éliminer les dirigeants inefficaces et à réduire leurs comportements opportunistes. Voir Jensen et Meckling, *supra* note 17 ; MacIntosh et Schwartz, *supra* note 20 à la p. 357. En ce sens, l'amélioration de l'imputabilité des dirigeants constituait le point focal du rapport de la Bourse de Toronto sur la régie d'entreprise. *Where Were the Directors?*, *supra* note 12 aux pp. 2-3.

<sup>228</sup> R.E. Berendeim, *Les relations des sociétés avec les investisseurs institutionnels*, tiré à part, *Revue d'économie financière*, 1995 aux pp. 25-30. Cette étude, effectuée aux États-Unis et en Europe, indique qu'une des principales manifestations de l'activisme des investisseurs institutionnels perçues par les entreprises est une demande accrue d'information. Les entreprises ont répondu à cette demande par une amélioration de leurs communications avec les actionnaires.

<sup>229</sup> A. Gibbon, «Entertainment also runs in Bronfman's blood» *The [Toronto] Globe and Mail* (7 avril 1995) B1.

ment, des investisseurs ont questionné l'opportunité de la vente par Seagram de sa participation de 24% dans le géant des produits chimiques E.I. du Pont, qui avait produit de très bons résultats au cours des dernières années, pour financer sa prise de contrôle de la société cinématographique MCA<sup>230</sup>. Si certains investisseurs institutionnels ont manifesté ouvertement leur opposition à la nouvelle direction prise par Seagram, d'autres ont tout simplement suivi la *Wall Street Rule* et se sont départis de leurs placements dans cette société<sup>231</sup>. Cette opposition n'a toutefois pas empêché Seagram de procéder à la transaction et restructurer ses activités.

L'insatisfaction des investisseurs institutionnels à l'égard des dirigeants de la société Labatt eut des répercussions encore plus importantes illustrant l'influence que les investisseurs peuvent exercer au sein des entreprises. Déçus de l'incapacité des dirigeants de Labatt à restructurer la société pour concentrer ses affaires sur ses activités de brasseur et améliorer son rendement, les investisseurs institutionnels ont exprimé leur mécontentement envers les dirigeants en votant contre l'adoption du régime de droits de souscription (pilule empoisonnée) qui était présenté pour approbation par les actionnaires en 1994, ce qui permit d'empêcher son adoption<sup>232</sup>. Privée de cette mesure défensive et de l'appui de ses plus importants actionnaires, Labatt devint une cible de choix pour une offre publique d'achat<sup>233</sup>.

Le partenariat qui s'établit entre les investisseurs institutionnels et les entreprises permet à celles-ci de bénéficier des conseils et des commentaires provenant d'analystes détenant une bonne connaissance de leurs activités, de même que de l'industrie dans laquelle elles font affaires<sup>234</sup>. Bien que l'impact de ces communications sur la valeur des entreprises demeure ambiguë<sup>235</sup>, elles donnent néanmoins aux dirigeants une meilleure

---

<sup>230</sup> A. Gibbon, «Investors cool to Seagram plan» *The [Toronto] Globe and Mail* (7 avril 1995) B1 ; B. Milner, «Seagram sells du Pont stake» *The [Toronto] Globe and Mail* (7 avril 1995) A1 ; B. Milner, «Bronfman wins over skeptics» *The [Toronto] Globe and Mail* (11 avril 1995) B1. Seagram a acquis une participation de 15% dans Time Warner en 1994 pour amorcer la réorientation de ses activités : «Bronfman slams Time rumours» *The [Toronto] Globe and Mail* (2 juin 1994) B1.

<sup>231</sup> A. Gibbon, «Seagram likely to face MCA queries» *The [Toronto] Globe and Mail* (31 mai 1995) B5 ; M. Ingram, «Investors cool to Seagram plan» *The [Toronto] Globe and Mail* (7 avril 1995) B1. Fidelity Management et la Caisse de dépôt et placement du Québec ont réduit considérablement leur participation dans Seagram au cours du changement d'orientation des activités de la société. Le nombre d'actions détenues par la Caisse est passé de 15,6 millions en 1992 à 8,9 millions en 1995. Voir Caisse de dépôt et placement du Québec, *supra* note 210.

<sup>232</sup> P. Brent, «Labatt urged to sell off laggards» *The [Toronto] Financial Post* (23 mars 1994) 14 ; I. Jack, «Labatt adopts poison pill plan» *The [Toronto] Globe and Mail* (21 juillet 1994) B3 ; J. MacFarland, «Behind Labatt rebellion — Giant shareholder wake up» *The [Toronto] Financial Post* (17 septembre 1994) 6 ; M. Strauss, «Grumbling investors make Labatt a target» *The [Toronto] Globe and Mail* (19 avril 1995) B1.

<sup>233</sup> Strauss, *ibid.* ; Corcoran, *supra* note 198.

<sup>234</sup> Savard, *supra* note 74.

<sup>235</sup> Black, «Empirical Evidence», *supra* note 19 aux pp. 917-27 ; J. Chernoff et M.G. Star, «Three Studies Support Relationship Investing» *Pensions & Investments* (11 janvier 1993) 3 ; R.H. Koppes et M.L. Reilly, «An Ounce of Prevention: Meeting the Fiduciary Duty to Monitor an Index Fund Through Relationship Investing» (1995) 20 J. Corp. L. 413 aux pp. 416-21 ; MacIntosh et Schwartz, *supra* note 20.

compréhension des attentes des actionnaires, ce qui facilite la gestion de l'entreprise dans le respect de leurs intérêts. D'ailleurs, selon une enquête effectuée par Foerster, les gestionnaires des principales caisses de retraite canadiennes sont d'avis que les dirigeants d'entreprise devraient écouter davantage les idées formulées par leurs actionnaires, particulièrement lorsque ceux-ci ont des connaissances ou une expérience pertinente à faire valoir<sup>236</sup>. Grâce au travail des analystes, les investisseurs institutionnels acquièrent pour leur part une meilleure connaissance des entreprises dont ils sont actionnaires et deviennent plus en mesure d'apprécier la valeur de l'entreprise et ses perspectives de croissance<sup>237</sup>.

L'ampleur des activités de partenariat de la Caisse de dépôt, Teachers et OMERS est difficile à établir avec exactitude. Comme l'ont indiqué nos entrevues, les investisseurs sont généralement réticents à reconnaître qu'ils sont des associés ou des partenaires des entreprises, puisque ce rôle pourrait être perçu comme outrepassant le mandat qui leur est confié. Outre cette crainte, les investisseurs paraissent désirer que leurs relations avec les entreprises conservent une apparence modeste afin d'éviter les critiques soutenant que ces relations soulèvent un risque de comportements opportunistes de la part des investisseurs. Selon ces critiques, les investisseurs peuvent être tentés d'utiliser leurs relations avec certaines entreprises pour maximiser leurs propres investissements ou réaliser des objectifs particuliers au détriment de l'intérêt de l'ensemble des actionnaires<sup>238</sup>. Ainsi, lorsqu'ils reconnaissent l'existence de relations avec les entreprises, les investisseurs tentent de minimiser l'importance de leur rôle ; une remarque des représentants de la caisse de retraite Teachers illustre bien : «[w]e will be instrumental in getting the board to do certain things such as making changes in the composition of the board, but we do not want to manage any of these companies»<sup>239</sup>.

Le cas de la Caisse de dépôt, dont les interventions ont fait l'objet de critiques à plusieurs reprises par des commentateurs remettant en cause la validité des objectifs qu'elle poursuivait, montre que ces craintes ne sont pas sans fondement. On a reproché à la Caisse d'être préoccupée davantage par le développement économique du Québec

---

<sup>236</sup> S. Foerster, *supra* note 47 aux pp. 445, 466. On rapporte que les investisseurs institutionnels sont de plus en plus consultés au sujet de transactions projetées. Koval, *supra* note 15 aux pp. 45-46 ; Daniels et Waitzer, *supra* note 5 aux pp. 35-36.

<sup>237</sup> Les entreprises sont de plus en plus conscientes de l'importance des relations avec les investisseurs institutionnels. Berenbeim note dans son étude que les entreprises fournissent des informations plus élaborées et utiles, en plus d'organiser des activités destinées à promouvoir les relations avec les investisseurs institutionnels. La plupart des entreprises étudiées possédaient un membre du personnel en charge de la gestion et de la coordination des relations avec les investisseurs institutionnels. Voir Berendeim, *supra* note 228 aux pp. 27-45. Voir aussi W. Skowronski et J. Pound, «Building Relationships with Major Shareholders: A Case Study of Lockheed» (1993) 6 J. App. Corp. Fin. 39 aux pp. 46-47.

<sup>238</sup> Coffee, Jr., «Liquidity versus Control», *supra* note 26 aux pp. 1334-35 ; T.G. Donlan, «Dangerous Investing» *Barron's* (3 octobre 1994) 53 ; Rock, *supra* note 45 ; Romano, *supra* note 26.

<sup>239</sup> Sénat du Canada, Comité sur les banques et le commerce, Groupe de travail sur la régie des sociétés, *Fascicule No. 6*, *supra* note 210.

que par le rendement des entreprises et les intérêts des actionnaires<sup>240</sup>. Citons notamment le cas de Provigo où la Caisse de dépôt a été sévèrement critiquée pour son intervention dans la transaction par laquelle Unigesco visait à vendre Provigo (Univa) à Blackstone Capital Partners<sup>241</sup>. Avant même que le comité indépendant d'administrateurs d'Univa n'ait émis son avis au sujet de la transaction, la Caisse de dépôt s'y est déclarée opposée, contestant à la fois sa légalité et son opportunité<sup>242</sup>. L'opposition de la Caisse a fait échouer la transaction<sup>243</sup>. Par la suite, la Caisse a acquis 26% des actions d'Univa détenues par Unigesco pour en devenir l'actionnaire principal<sup>244</sup>.

Enfin, les échanges qu'ont les investisseurs avec les dirigeants d'entreprise soulèvent également un risque de délit d'initié de la part de ces investisseurs en leur permettant d'acquérir des informations privilégiées. Détenant ainsi une longueur d'avance sur le grand public, les investisseurs au courant de certaines données peuvent réaliser des gains particuliers en transigeant sur les titres concernés<sup>245</sup>.

En résumé, la Caisse de dépôt et placement du Québec, OMERS et Teachers occupent une place prépondérante au sein du marché des valeurs mobilières canadien. Les trois institutions gèrent des actifs qui s'élèvent à 117 G\$, dont 36,2 G\$ sont investis sous forme d'actions canadiennes, représentant environ 8,4% du marché. Tout en reconnaissant l'importance collective des autres investisseurs institutionnels, nous devons toutefois remarquer qu'aucun autre investisseur, ou groupe d'investisseurs, ne possède l'envergure de ces trois institutions au Canada dans le marché des actions. Aussi, elles représentent une force dominante derrière la transformation de l'actionnariat des compagnies publiques.

Leur hégémonie se fait ressentir de manière particulière dans la gouverne des compagnies. Étant donné la petite taille du marché canadien, elles doivent concentrer leurs placements dans des compagnies individuelles, ce qui influence de façon significative leur attitude à l'égard de celles-ci. En effet, la concentration des investissements de la Caisse de dépôt, OMERS et Teachers s'accompagne d'une intensification des relations qu'ils entretiennent avec les compagnies. Le partenariat qui s'établit ainsi entre les entreprises et les investisseurs se traduit par des activités de surveillance et de contrôle par lesquelles les investisseurs accentuent leur présence dans la gouverne des en-

---

<sup>240</sup> T. Corcoran, «Jurassic Quebec: land of Caissosaurus Rex» *The [Toronto] Globe and Mail* (11 juin 1993) B2 ; «Quebec's Caisse should keep politics out of investments» *The [Toronto] Financial Post* (23 décembre 1993) 8 ; «Broad Issues in Steinberg fight» *The [Toronto] Financial Post* (3 août 1989) 10.

<sup>241</sup> Arbour, *supra* note 80 aux pp. 38-42 ; B. McKenna et A. Gibbon, «Caisse under fire for putting Hex on Univa buyout» *The [Toronto] Globe and Mail* (20 mars 1993) A1 ; F. Tremblay, «Caisse-Univa» 26 mai 1993 (PC - QL) ; «The Caisse end of the Food Chain» *The [Toronto] Globe and Mail* (15 juin 1993) A20.

<sup>242</sup> McKenna et Gibbon, *ibid.* ; J. McNishby et B. McKenna, «Caisse puts a chill on Univa buyout deal» *The [Toronto] Globe and Mail* (6 mars 93) 1.

<sup>243</sup> McNishby et McKenna, *ibid.* ; F. Tremblay, «Univa-Blackstone» 12 mars 1993 (PC - QL).

<sup>244</sup> Presse Canadienne, «La Caisse de dépôt achète Univa» 2 juillet 1993, (PC - QL) ; «Caisse to buy Univa stake» *The [Toronto] Globe and Mail* (14 juin 1993) A1.

<sup>245</sup> Voir *infra* notes 337-38 et 362 et le texte correspondant.

treprises. L'ampleur de ce phénomène est toutefois difficile à circonscrire avec exactitude, étant donné la réticence dont font preuve ces institutions quant à la divulgation de leurs activités de partenariat. Soucieuses de l'image qu'elles projettent, ces institutions craignent que la légitimité de leurs interventions ne soit remise en doute en raison des risques de comportements opportunistes qu'elles soulèvent.

## VI. Influences externes

Dans ce marché en pleine effervescence qu'est celui de la gestion de portefeuille, les institutions financières doivent constamment faire la preuve de l'efficacité de leur gestion, de manière à se maintenir dans la course ou à légitimer leur existence. À cette fin, elles doivent atteindre des objectifs de rendement ou des objectifs collatéraux, en vue de s'assurer une réputation de bon gestionnaire auprès de leurs commettants actuels ou futurs et même, dans certains cas, auprès de l'opinion publique. Pour mieux comprendre le comportement des investisseurs institutionnels, il est donc important de tenir compte du marché dans lequel ils évoluent, en examinant les forces de nature économique et politique qui peuvent freiner ou favoriser leur activisme.

### A. Un marché concurrentiel marqué par une importante concentration économique et géographique des investisseurs institutionnels

Les investisseurs institutionnels évoluent dans un marché marqué par une concurrence très vive, qui les force à maximiser le rendement de leurs portefeuilles. Or, comme plusieurs observateurs le soulignent, ce rendement ne s'évalue pas en termes absolus, mais plutôt en termes relatifs : en comparant la performance de l'un par rapport à celle des concurrents dans cette même industrie ou en fonction de certains indicateurs de marché tel le TSE 300<sup>246</sup>. Dans un tel contexte, les gestionnaires tentent d'obtenir un rendement au moins égal ou supérieur à celui de leurs concurrents ou à celui de l'indice choisi selon les circonstances. Pour les gestionnaires externes, il s'agit là d'une préoccupation majeure, puisque l'évaluation de leur rendement influera directement sur leur capacité de conserver leur clientèle actuelle et d'en recruter une nouvelle, affectant en conséquence leurs revenus, qui sont habituellement établis en fonction du montant des actifs gérés<sup>247</sup>. Au contraire, les gestionnaires internes, qui gèrent les fonds d'une caisse de retraite privée ou publique, n'ont pas à rechercher une nouvelle clientèle, car ils agissent de façon exclusive pour le compte d'un commettant et leurs revenus ne dépendent habituellement pas du montant des actifs gérés ou du ren-

<sup>246</sup> Coffee, Jr., «A Half-Time Report», *supra* note 26 à la p. 868 ; Fisch, *supra* note 26 aux pp. 1020-22 ; sur l'évaluation du rendement relatif des gestionnaires, voir E.J. Elton et M.J. Gruber, *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*, 4<sup>e</sup> éd., New York, John Wiley & Sons, 1991 aux pp. 642-85 ; R.A. Brealey *et al.*, *Principles of Corporate Finance*, 2<sup>e</sup> éd. can., Toronto, McGraw Hill Ryerson, 1992 aux pp. 939-44.

<sup>247</sup> Coffee, Jr., «A Half-Time Report», *ibid.* à la p. 862. Sur la question des revenus des investisseurs institutionnels, voir *supra* notes 124-26 et texte correspondant. Sur la discipline du marché et sur l'évaluation des gestionnaires externes, voir O'Barr et Conley, *supra* note 31 aux pp. 168-72.

dement obtenu<sup>248</sup>. Malgré cette différence, il y a tout lieu de croire que l'évaluation de la performance relative de ces gestionnaires internes représente, tant pour ceux-ci que pour leurs commettants, un élément crucial du mandat de gestion. Un rendement médiocre pourrait effectivement affecter la réputation et la carrière de ces gestionnaires, alors que pour les commettants, il peut influencer de façon significative sur le montant des contributions exigées ou des bénéfices générés. À cette pression exercée par les institutions elles-mêmes, on peut ajouter, pour les grandes caisses du secteur public comme la Caisse de dépôt, Teachers et OMERS, l'influence de l'opinion publique et plus particulièrement, des médias et des critiques financiers qui surveillent étroitement les différences de rendement entre les investisseurs institutionnels<sup>249</sup>.

Si l'on se fie aux commentaires exprimés par les participants à nos entrevues, il semble bien que la performance relative soit une préoccupation majeure. Les propos suivants du vice-président des *Placements B* montrent bien l'importance qu'ils y attachent :

[i]n the pension areas, institutional areas and the mutual funds areas, our portfolios [...] are subject to extensive third party measurement. As a philosophy, compared to our competition, annually we would like to place ourselves in the top half of the returns available from all of the universe of competitors...We wish to do that consistently [...] We've been very successful in the last ten or twelve years.

Il en est de même pour le directeur des investissements de la *Caisse privée A* (géré à l'interne) : «[w]e will buy some shares to make ourselves better than other pension funds. Our main goal is to beat the other pension funds.» La performance relative est également un facteur important pour un des gestionnaires des *Placements A*. Il évoque en ces termes la pression qu'exerce la concurrence sur leurs activités : «Nous, nous sommes évalués au trimestre». Finalement, même les institutions du secteur public qui recueillent leurs fonds sans être tenus de rechercher une nouvelle clientèle portent une attention au rendement relatif, comme l'exprime le vice-président de la *Caisse publique A* : «notre but est de battre le Standard and Poor's».

En raison de la forte concurrence qui caractérise ce marché et de ses répercussions sur l'évaluation comparative du rendement des gestionnaires de portefeuille, on peut comprendre que bon nombre d'entre eux soient peu enclins à déployer des énergies importantes pour surveiller et intervenir en tant qu'actionnaires des entreprises, dans la mesure où les bénéfices résultant de ces interventions profitent, du même coup, à l'ensemble des investisseurs, alors que ces derniers n'en partagent pas nécessairement les coûts<sup>250</sup>. Et même si la répartition des coûts entre les actionnaires est toujours possible, la coordination qu'exige la formation d'un tel groupe engendre également des

---

<sup>248</sup> Certains efforts ont été faits récemment pour relier une partie des revenus des gestionnaires à des objectifs de rendement. On rapporte que Teachers, en 1996, a mis en place un nouveau programme qui prévoit des primes pour les gestionnaires dans la mesure où le rendement est supérieur à certains indices. Voir A. Willis, «Teachers bonus a decent tradeoff» *The [Toronto] Globe and Mail* (23 avril 1996) B18.

<sup>249</sup> Dans le contexte américain, voir O'Barr et Conley, *supra* note 31 aux pp. 139-44.

<sup>250</sup> Au sujet de l'expression «passager clandestin», voir *supra* note 117.

coûts. En conséquence, l'activisme de l'un des actionnaires risque de ne pas améliorer le rendement relatif de celui-ci et peut même le réduire si l'on tient compte des coûts qu'il devra encourir. Plusieurs observateurs ne manquent d'ailleurs pas de souligner ce problème pour expliquer la passivité des investisseurs institutionnels en tant qu'actionnaires de compagnies publiques<sup>251</sup>.

Il ne faut cependant pas croire que ce facteur freine toutes les formes d'activisme ou influence tous les investisseurs de la même façon. Tout d'abord, il y a lieu de rappeler qu'en raison de leurs obligations fiduciaires, les gestionnaires doivent remplir certaines tâches minimales qui découlent de leur mandat de gestion et ce, indépendamment de tout partage des coûts entre les actionnaires<sup>252</sup>. Parmi celles-ci, on peut inclure l'exercice des droits de vote rattachés aux actions en portefeuille. De même, les intermédiaires peuvent difficilement demeurer passifs lorsque le comportement d'une entreprise affecte, de façon évidente, les intérêts de leurs bénéficiaires, notamment lors de changements structurels importants ou de comportements abusifs.

Tel qu'il a été souligné plus haut, la présence d'investisseurs institutionnels importants peut également favoriser l'activisme au sein des compagnies publiques<sup>253</sup>. En effet, certaines institutions, en raison de la taille de leurs investissements, trouvent plus avantageux d'intervenir que de se comporter en passagers clandestins<sup>254</sup> et de retirer ainsi des bénéfices significatifs de leurs initiatives tout en assumant les coûts<sup>255</sup>. De plus, la concentration de l'actionnariat entre les mains d'un nombre restreint d'actionnaires peut faciliter la formation de coalitions et répartir les coûts d'intervention<sup>256</sup>. À cet égard, les investisseurs institutionnels canadiens, comparativement à leurs homologues américains, bénéficient d'une situation avantageuse en raison de la petitesse du marché et de leur importante concentration économique et géographique. Vu sous cet angle, il est intéressant de souligner que le marché canadien se rapproche davantage de la situation qui prévaut au sein des institutions financières britanniques<sup>257</sup>.

Comme l'ont noté les participants à nos entrevues, le marché canadien ressemble à une grande famille caractérisée par la présence de quelques acteurs importants, qui sont situés pour la plupart à Toronto et à Montréal et qui peuvent facilement communiquer

---

<sup>251</sup> Concernant l'impact de l'évaluation du rendement relatif sur le comportement des investisseurs institutionnels, voir Fisch, *supra* note 26 aux pp. 1021-22 ; Black, «Shareholder Passivity», *supra* note 24 à la p. 602. Au sujet du problème relié aux «passagers clandestins» dans le contexte de l'activisme des investisseurs institutionnels, voir par exemple Rock, *supra* note 26 aux pp. 454, 460-64 et 473-74 ; Black et Coffee, Jr., *supra* note 23 aux pp. 2063-2064 et 2070 ; «A Half-Time Report», *supra* note 26 aux pp. 843-44 et 866-67.

<sup>252</sup> Voir la section III.C ci-dessus.

<sup>253</sup> Voir *supra* notes 70-71 et texte correspondant, ainsi que la section V, ci-dessus.

<sup>254</sup> Au sujet de l'expression «passager clandestin», voir *supra* note 117.

<sup>255</sup> Rock, *supra* note 26 aux pp. 457-60 ; MacIntosh, «Role of Institutional Investors», *supra* note 16 à la p. 377.

<sup>256</sup> Au sujet des probabilités de formation de coalitions entre les investisseurs institutionnels, voir Coffee, Jr., «A Half-Time Report», *supra* note 26 aux pp. 869-71 ; concernant les coûts directs et indirects de la coordination, voir Black et Coffee, Jr., *supra* note 23 aux pp. 2055-2059, 2063 et 2064.

<sup>257</sup> Black et Coffee, Jr., *ibid.* à la p. 2002.

entre eux pour coordonner leurs interventions<sup>258</sup>. Par contre, selon les témoignages recueillis, quelques institutions disent demeurer très prudentes à l'égard des actions collectives pour des raisons attribuées à la rivalité entre les investisseurs institutionnels et aux contraintes de nature légale, particulièrement à la réglementation relative aux valeurs mobilières<sup>259</sup>. Comme d'autres de nos interlocuteurs l'ont souligné, la présence de Fairvest et de PIAC représente alors un instrument d'intermédiation très utile pour les investisseurs institutionnels lorsque des questions controversées sont portées à leur attention. Ils peuvent non seulement prendre connaissance de la position suggérée par ces intermédiaires, mais également faire part de leurs propres réactions et tenter de connaître celles de leurs homologues<sup>260</sup>. Le recours à Fairvest et à PIAC facilite également la coordination entre les investisseurs pour des actions de nature collective. Ainsi, dans l'affaire *Canadian Tire*, l'action auprès des commissions des valeurs mobilières a été engagée et coordonnée par Fairvest<sup>261</sup>.

### **B. Vulnérabilité économique ou politique**

Le marché financier est tissé de relations multiples et fragiles à travers lesquelles les investisseurs institutionnels doivent savoir manoeuvrer avec habileté et prudence. Ils évoluent dans un univers où il est important de projeter une image d'efficacité et de loyauté envers les clients ou les bénéficiaires du patrimoine géré, tout en étant confrontés à des pressions économiques ou politiques parfois inconciliables avec les intérêts de ces derniers. La vive concurrence qui existe au sein de l'industrie de la gestion de portefeuille peut expliquer la crainte des gestionnaires externes d'intervenir comme actionnaires des compagnies en portefeuille, dans la mesure où leur activisme serait susceptible de faire fuir des clients potentiels ou actuels parmi ces entreprises<sup>262</sup>. Le désir

---

<sup>258</sup> Selon les résultats de l'enquête de Montgomery, il semble d'ailleurs que l'action collective soit un des moyens les plus fréquemment employés parmi les différents moyens d'action utilisés par les investisseurs institutionnels pour exercer leur influence. Parmi la liste des moyens énumérés, l'exercice des droits de vote vient au premier rang, alors que l'action collective vient au deuxième rang. Voir la liste des moyens énumérés par ordre d'importance, *supra* note 93.

<sup>259</sup> Au sujet de l'impact de la réglementation sur les investisseurs institutionnels, voir la section VI.C ci-dessous.

<sup>260</sup> Par exemple, au cours de l'année 1995, dans le cadre de son service d'analyse de procurations, Fairvest a fait des recommandations spécifiques concernant 76 compagnies et en 1996, il a diffusé 61 avis, appelés «Shareholder Alerts», concernant les régimes d'options, les «pilules empoisonnées», les structures de capital-actions comprenant des actions subalternes, l'approbation de placements privés. Voir Wilson, «1996 Proxy Season Review», *supra* note 149. Au sujet des services offerts par Fairvest, voir MacIntosh, «Corporate Governance», *supra* note 2 aux pp. 175-76.

<sup>261</sup> Voir *supra* note 141.

<sup>262</sup> Au sujet des conflits d'intérêts auxquels sont confrontés les investisseurs institutionnels et de leur désir de préserver leurs relations commerciales, voir Montgomery, «Market shift», *supra* note 13 à la p. 198 ; Montgomery, «Survey», *supra* note 31 à la p. 7 ; Rousseau, *Analyse*, *supra* note 41 aux pp. 141-46 ; MacIntosh, «Corporate Governance», *supra* note 2 aux pp. 161-62. Chez les auteurs américains, cette question a été abondamment traitée, voir Black et Coffee, Jr., *supra* note 23 aux pp. 2059-61 ; Rock, *supra* note 26 aux pp. 469-72 ; Black, «Shareholder Passivity», *supra* note 24 aux pp. 596-607 ; Coffee, Jr., «A Half-Time Report», *supra* note 26 aux pp. 857 et 862-63 ; Grundfest, *supra* note 43 aux pp. 919-22 ; Krikorian, *supra* note 86 aux pp. 210-32.

de préserver les relations commerciales avec la clientèle est un facteur que les gestionnaires ne peuvent ignorer et qui influence leur comportement en tant qu'actionnaires. C'est ce dont témoigne le président de Teacher's en décrivant son expérience antérieure dans une institution financière du secteur privé :

When we talk about why life insurance companies are not active in corporate governance, I used to be with a life insurance company and, let me tell you, you could lose your client very quickly if you voted against the proxy of a company. That is a fact of life and that is a problem for many institutions<sup>263</sup>.

Comme les compagnies d'assurance, les conseillers en placements, les banques et les fonds mutuels peuvent faire face à des conflits d'intérêts en raison des relations d'affaires qu'ils entretiennent avec les compagnies en portefeuille. Dans un contexte où ces investisseurs institutionnels sont en compétition pour obtenir la gestion des caisses de retraite privées, il peut être difficile pour un gestionnaire de s'opposer, en tant qu'actionnaire, aux politiques ou aux décisions d'une entreprise, si celle-ci lui délègue déjà la gestion de ses fonds. Par ailleurs, ce gestionnaire doit aussi évaluer l'opportunité de son intervention en tenant compte des intérêts des bénéficiaires pour qui il gère le patrimoine, tel que l'exige son devoir de loyauté<sup>264</sup>. L'un des dirigeants des *Placements A* fait d'ailleurs état d'une situation conflictuelle semblable à laquelle son institution a déjà été confrontée. Il rappelle qu'au moment de l'approbation, en 1988, de la première «pilule empoisonnée» soumise au Canada par la compagnie Inco, *Placements A* a voté en faveur du régime proposé malgré le caractère controversé de la proposition, tout en précisant que la compagnie Inco était l'un des clients de la firme<sup>265</sup>. Sur la base des comptes rendus de la presse, il semblerait que d'autres gestionnaires aient réagi de même, par crainte des conséquences néfastes pour leurs affaires<sup>266</sup>. Selon les gestionnaires du secteur public que nous avons interrogés, ce type de pression économique constitue un facteur important qui permet d'expliquer la différence de comportement entre les gestionnaires du secteur privé et ceux du secteur public à l'égard des compagnies en portefeuille. En réponse à une question visant à identifier les motifs pour lesquels les gestionnaires s'abstiennent d'exercer une influence à l'égard des entreprises dans lesquelles ils investissent, la vice-présidente de la *Caisse publique B* mentionne : «private pension fund managers have more to lose in getting involved in

---

<sup>263</sup> F. Grossi, «Corporate governance in the hot seat» *Can. Inv. Rev.* (Printemps 1996) 36 à la p. 39.

<sup>264</sup> Par exemple, dans l'affaire opposant la compagnie Ford au moment de la privatisation de Ford Canada, Mackenzie Financial s'est joint à un groupe d'actionnaires minoritaires qui contestaient le prix offert pour l'achat des actions par Ford, malgré le fait que cet investisseur institutionnel gère un portefeuille pour le compte de la caisse de retraite de Ford Canada. Voir à ce sujet E. Heinrich, «Ford offer for Canadian unit 23% sweeter» *The [Toronto] Financial Post* (6 juillet 1995) 1.

<sup>265</sup> Au sujet de la controverse soulevée dans l'affaire Inco, voir Rousseau, «L'influence des investisseurs institutionnels», *supra* note 15 aux pp. 354-55.

<sup>266</sup> J. McNish, «Allinvest denounces Inco poison pill vote as coercive» *The [Toronto] Globe and Mail* (22 novembre 1988) B16 ; J. McNish, «Analysts fire shot at Inco Proposal» *The [Toronto] Globe and Mail* (20 octobre 1988) B1. Voir aussi, R. Crête, «Les investisseurs institutionnels et leurs conflits d'intérêts dans le contexte des mesures défensives» dans Crête, dir., *supra* note 152, 193 aux pp. 205-06.

this type of thing. They can offend clients». Des propos semblables sont exprimés, de façon plus détaillée, par le vice-président de la *Caisse publique C* :

Most of the private money managers are afraid of aggravating customers. Private money managers' business is different than the public pension fund manager's. We don't have to acquire our assets, we don't want any more money to come in the door. Five million dollars a day come in here whether we like it or not. We don't have to advertise to get it. It just comes, whereas any other firm's wealth is created by the more assets they manage. So they want to acquire more and more assets. [They want to avoid] anything that would hurt them from a publicity point of view. If they raise Cain against [...] Alcan [...] for some improper practice, then Alcan's pension plan would not use them.

Non seulement les gestionnaires de portefeuille doivent-ils agir de façon à ne pas se mettre à dos leurs clients actuels, mais ils doivent également éviter d'être perçus comme des «auteurs de troubles» qui s'immiscent inopportunistement dans les affaires des entreprises. Avec une telle réputation, les gestionnaires pourraient craindre une réticence des compagnies à leur confier la gestion de leurs portefeuilles.

Le maintien de bonnes relations d'affaires est particulièrement important dans le contexte canadien, où des liens étroits existent au sein du milieu financier en raison de la concentration élevée du marché et de l'interconnexion des entreprises et des institutions financières. De tels liens apparaissent notamment au sein des conseils d'administration, où l'on observe plusieurs directorats croisés qui favorisent la solidarité entre les gens d'affaires. Ce facteur est évoqué surtout par les gestionnaires du secteur public, comme en témoigne le vice-président de la *Caisse publique B* dans ses propos concernant la relative passivité des caisses de retraite privées : «[t]here's a political conflict as well. If you're DuPont or if you're Alcan Aluminium or something and you're trying to vote the proxies for your pension plan and you've got to vote "No" on the CEO of somebody who knows your CEO or even sits on your board, for example. It can't be done. They won't do it, they just avoid it».

Dans ce contexte, il faut également signaler les mutations profondes qui ont marqué l'évolution du marché financier canadien depuis les deux dernières décennies, en raison du décloisonnement des institutions financières qui favorise la concentration et les interrelations entre elles. Un tel phénomène est d'ailleurs mis en évidence par un intervenant de la *Caisse publique A* :

On a une très forte concentration des institutions financières [au Canada]. Les banques ont presque pénétré tous les secteurs, hormis l'assurance, où elles sont en train de le faire. Elles ont 30% des fonds mutuels. De plus, elles ont annoncé récemment la création de filiales qui investiraient directement dans les compagnies. Non seulement elles vont être prêteuses mais elles vont être investisseuses.

Quant au dirigeant d'une organisation intermédiaire, il considère que l'existence de ces interrelations au sein du marché financier risque d'affecter l'indépendance des investisseurs institutionnels : «More and more, these managers [*les gestionnaires de portefeuille*] are owned by the banks who are also relying on these corporations as big customers, and they don't want to be seen as trouble-makers». Ce même dirigeant mentionne aussi qu'il est parfois difficile pour les institutions financières de trouver des

professionnels libres de tout conflit d'intérêts pour les assister dans leurs interventions auprès des entreprises, notamment lorsqu'il s'agit de faire appel aux services d'un avocat pour intenter une action judiciaire ou administrative. On note, en effet, que les grandes compagnies monopolisent déjà les services de plusieurs professionnels, tels les conseillers juridiques, les comptables et les courtiers en valeurs mobilières, et que le nombre de firmes oeuvrant dans ces domaines de spécialisation diminue sans cesse à cause de leurs regroupements.

Appelés à évoluer dans cette communauté «tissée serrée», on comprend pourquoi les investisseurs institutionnels préfèrent agir dans un esprit de collaboration avec les entreprises ou intervenir de façon très discrète afin de ne pas heurter les entreprises dans lesquelles ils investissent. En comparaison avec le style d'intervention adopté par le conseiller en placement Jarislowski, qui s'est fait connaître pour son activisme relativement visible au Canada, le gestionnaire des *Placements A* décrit l'attitude de sa firme en ces termes : «Nous, on faisait plutôt ça [l'activisme institutionnel], mais plus en sourdine. La publicité, c'est jamais très très bon. Tu perds ta crédibilité, si tu t'en vas devant le tribunal. Il vaut mieux rencontrer le directeur tout seul, et lui dire : "Écoute, on a 5% de ta compagnie, puis on en connaît d'autres, puis c'est pas très bon ce que tu fais. Pourquoi tu ne ferais pas plutôt ça ?"»

Pour ces gestionnaires du secteur privé, il est important aussi de préserver l'anonymat dans la mesure du possible. Ainsi, plutôt que d'intervenir directement auprès des entreprises, ils s'adressent volontiers aux organisations intermédiaires comme Fairvest, dans les cas où ils jugent opportun d'intervenir auprès d'une entreprise. À titre d'exemple, en réponse à une question visant à connaître le comportement de son institution à l'égard des «pilules empoisonnées» adoptées par les compagnies, le vice-président de la *Caisse privée A* explique : «[w]e get from Fairvest their regular monitoring device, we will work with them. If we want to get a change done, we will often do it through them rather than directly with the company. They make a good intermediate step for us». Au sujet de l'anonymat, il explique : «We tend to be lower-keyed than a lot of people [...] Our holdings are all done through a trust company. So people don't know how many shares we have. We do not disclose that kind of information». Dans cette perspective, il convient de mentionner les efforts faits au cours des années 1990 par l'organisation religieuse Task Force of the Churches and Corporate Responsibility, qui a incité plusieurs compagnies canadiennes à préserver la confidentialité des votes exercés par les actionnaires au moment des assemblées<sup>267</sup>. L'objectif était de permettre à ces derniers d'exercer leurs droits de vote de façon anonyme et d'éviter ainsi les pressions de la part de la direction des compagnies.

Ceux qui craignent les contacts ou les affrontements directs avec les compagnies peuvent également appuyer discrètement les initiatives prises par quelques grandes institutions, notamment celles de Teachers, de OMERS et de la Caisse de dépôt, qui sont reconnues pour leurs manifestations d'activisme plus visibles et directes. Tous les interlocuteurs du secteur public que nous avons interrogés perçoivent d'ailleurs très

---

<sup>267</sup> Davis, *supra* note 37 aux pp. 2-3 ; Wilson, «1996 Proxy Season Review» *supra* note 149 à la p. 7.

bien cette attente de la part des gestionnaires du secteur privé. Comme l'exprime la vice-présidente de la *Caisse publique B* : «[t]hey look to others to do so so more than they do. They might support you, they are all for it, but they won't lead the charge». Le vice-président de la *Caisse publique A* renchérit : «Les autres [les gestionnaires privés] vont être plutôt discret, ils ne sentent pas le besoin d'aller chercher la publicité ou d'éveiller l'hostilité du 'management' d'une compagnie en prenant une position publique. Alors ils nous laissent aller au front».

Contrairement à leurs homologues du secteur privé, les institutions publiques les plus importantes n'hésitent pas à manifester publiquement leur opposition sur certaines questions en cas de désaccord avec la direction des entreprises. La publicité entourant ce type d'actions peut même s'avérer bénéfique pour ces intermédiaires financiers dans la mesure où ils apparaissent agir dans le meilleur intérêt de leurs bénéficiaires<sup>268</sup>. Par contre, tout en jouissant d'une certaine indépendance à l'égard des compagnies en portefeuille, ces institutions demeurent très sensibles à l'image qu'elles projettent aux yeux du public ; sachant que leurs interventions sont étroitement surveillées par les médias, elles en mesurent soigneusement l'impact. Il est intéressant de noter d'ailleurs que parmi une quinzaine de facteurs risquant de décourager l'activisme institutionnel, les résultats de l'enquête de Montgomery révèlent que les gestionnaires du secteur public identifient la crainte d'une publicité néfaste comme l'un des plus importants<sup>269</sup>. Le vice-président de la *Caisse publique C* a indiqué combien la prudence était de mise en ce domaine : «[w]e are a big target [...] There are mixed feelings. I think that the pensioners want to ensure that they get their pension cheque on time. But if there's too much publicity, then people will say : 'Oh, here's the government interfering again...The members of the plan get very nervous'». Cette sensibilité à l'égard de l'opinion publique est d'autant plus grande pour une institution comme la Caisse de dépôt, que sa mission à deux volets rend plus vulnérable à l'égard du pouvoir politique<sup>270</sup>.

En fait, pour les intermédiaires financiers du secteur public, il semble que les interventions publiques soient loin d'être le mode privilégié d'activisme. La tendance, tout comme chez leurs collègues du secteur privé, est de favoriser plutôt les échanges privés effectués dans un esprit de collaboration avec la direction des compagnies en portefeuille. Certains de nos interlocuteurs considèrent que cette attitude s'explique notamment par la taille relativement restreinte du marché canadien et par des traits culturels propres à cette communauté de gens d'affaires, qui les distinguent de leurs voisins du

---

<sup>268</sup> Au sujet des divers facteurs susceptibles d'encourager l'activisme des gestionnaires du secteur public, voir O'Barr et Conley, *supra* note 31 aux pp. 185-94 et 231-32 ; Rock, *supra* note 26 aux pp. 479-80 ; Black et Coffee, Jr., *supra* note 23 à la p. 2014.

<sup>269</sup> Montgomery, «Survey», *supra* note 31 aux pp. 7 et 10 ; Montgomery, *Shareholder Activity*, *supra* note 41, Exhibit 2. Concernant la liste de facteurs susceptibles de décourager l'activisme institutionnel, voir *supra* note 61 et le texte correspondant. Les gestionnaires du secteur public situent la crainte de la publicité néfaste au troisième rang, tandis que les gestionnaires de caisses de retraite privées et les conseillers en placement classent respectivement ce facteur au neuvième et dixième rang.

<sup>270</sup> Concernant la mission de la Caisse de dépôt et placement du Québec, voir *supra* notes 79-81 et 161-64 et texte correspondant ; concernant les situations conflictuelles et les pressions politiques auxquelles sont confrontés les gestionnaires du secteur public, voir Romano, *supra* note 26.

Sud. Ces participants font remarquer qu'aucune institution canadienne n'a encore mis en place le système d'évaluation américain qui amène des institutions comme CalPERS à publiciser annuellement une liste noire de compagnies dont le rendement est jugé insatisfaisant<sup>271</sup>. Voici comment deux dirigeants de la *Caisse publique B* perçoivent la différence de comportement au sein de chaque milieu :

*Premier interlocuteur :*

When I look at the CalPERS program, they target a fair number of companies every year [...], ten or fifteen on their list, and they go public with it. The first thing they do is publish the list of companies and then they start visiting the companies. So they make it a public issue. We don't go about in the same [...] kind of process [...] We're going to look at each company as unique [...] Nobody wants to go public with these things in Canada. It's a different culture than in the U.S.

*Deuxième interlocuteur :*

We don't think the best way to go about it, at least initially, is in the public fashion. We would rather do it working with management. I think it's far more constructive, less hostile and more receptive. Nobody loses face and we try to present ideas in a constructive fashion, i.e. 'Have you thought of this, have you thought of that?' [...] We find that seems to work more effectively.

La même réticence à l'égard d'un tel système d'évaluation est exprimée par le vice-président de la *Caisse publique C* :

In Canada, it would probably be very hurtful to copy their system because Canada is very small, it's like a family, and if we said, "BCE is on our «hit list» this year", it would be like singling out a member of the family and then advertising it. You do it behind closed doors, quietly and say : "Please, can't you do something about this and we'll visit you in another three months, but let us know when it's done". If they still are not getting through, then maybe, in a year and a half or two years after a certain time and pressure you finally may have to go public, maybe leak the story to the press or call a press conference.

Pour ces gestionnaires, un dialogue discret est donc préférable à une intervention sur la place publique — moyen de dernier ressort. Il n'est pas certain, par ailleurs, que ce comportement diffère de celui observé aux États-Unis, suggèrent nos interlocuteurs. Il est vrai que l'activisme institutionnel au sud de la frontière a donné lieu à des confrontations qui apparaissent plus intenses et plus largement publicisées que celles rapportées au Canada, mais on peut difficilement évaluer la nature réelle des relations entre les investisseurs institutionnels et les entreprises à partir de perceptions façonnées en grande partie par des comptes rendus qui mettent surtout en évidence ces événements publics.

---

<sup>271</sup> Au sujet des programmes d'évaluation visant plus particulièrement les compagnies qui ont un rendement insatisfaisant, voir U.S. Congress, *The Impact of Institutional Investors*, *supra* note 41 aux pp. 43-44 ; Foerster, *supra* note 47 aux pp. 455-56 ; L. Lipin, «A list of laggards appears to back investor activism» *Wall Street Journal* (3 octobre 1995) C1. ; Gordon, *supra* note 47 à la p. 134.

### C. L'environnement légal

Les investisseurs institutionnels opèrent dans un environnement légal complexe. Dans le cadre de leurs activités, ils doivent respecter les règles édictées par leurs lois constitutives de même que par la réglementation générale du droit des compagnies et des valeurs mobilières. Selon les auteurs qui soutiennent la thèse de la surréglementation<sup>272</sup>, ce cadre réglementaire limite l'activisme des investisseurs institutionnels à l'égard des entreprises et les incite à conserver une attitude passive. Selon eux, il est nécessaire de procéder à une réduction des barrières légales qui limitent l'activisme des investisseurs afin de faciliter la surveillance des corporations. Dans cette section, nous examinerons sous un angle critique l'influence de l'environnement légal sur le comportement des investisseurs institutionnels. Nous verrons que la valeur explicative de la thèse de la surréglementation paraît considérablement réduite lorsque l'impact des facteurs d'ordre économique et organisationnel est pris en compte.

#### 1. La fragmentation de l'actif des investisseurs institutionnels

Tant au Canada qu'aux États-Unis, la réglementation des activités de placement impose des limites relatives à la portion des actifs que les investisseurs peuvent placer dans des titres de compagnie, de même qu'au niveau des investissements qu'ils peuvent effectuer dans des compagnies particulières. Selon des auteurs américains, ces contraintes réglementaires empêchent les investisseurs institutionnels d'acquérir des participations importantes dans les titres des companies et constituent ainsi l'une des principales sources de la passivité des investisseurs institutionnels<sup>273</sup>. Elles encouragent la fragmentation des placements des investisseurs institutionnels dans une multitude de compagnies, ce qui mitige leur intérêt et leur influence.

L'un des principaux tenants de cette théorie, Mark Roe, soutient que la convergence de pressions politiques émanant de divers groupes d'intérêts a mené à l'adoption de ces contraintes afin d'éviter le contrôle financier du secteur industriel<sup>274</sup>. Selon Roe, l'origine de ces contraintes remonte à la fin du XIX<sup>ème</sup> siècle, alors que prévalait aux États-Unis une idéologie populiste caractérisée par la méfiance des citoyens à l'égard de la concentration du pouvoir économique<sup>275</sup>. Cette idéologie, qui favorisait la fragmentation du pouvoir économique des institutions financières afin d'éviter qu'elles ne prennent le contrôle du secteur industriel de l'économie, fut exploitée par divers groupes de pression susceptibles de bénéficier de l'adoption de contraintes réglementaires<sup>276</sup>. Ainsi, les petites institutions financières requièrent l'adoption de telles contraintes, l'imposition d'une limite au pouvoir des grandes institutions financières représentant

---

<sup>272</sup> Voir *supra* note 24.

<sup>273</sup> Black, «Shareholder Passivity», *supra* note 24 ; Black et Coffee, Jr., *supra* note 23 ; A. Bhidé, *supra* note 24 ; Grundfest, «Subordination», *supra* note 24 ; Roe, «Political Theory», *supra* note 24.

<sup>274</sup> Roe, *ibid.* aux pp. 32-48 et 52-53.

<sup>275</sup> *Ibid.* aux pp. 32-36. Cette méfiance des citoyens, que Roe désigne par le terme «populisme», a été un élément déterminant de l'adoption de la législation sur les monopoles (*antitrust*) aux États-Unis : R. Pitofsky, «The Political Content of Antitrust» (1979) 127 U. Pa. L. Rev. 1051.

<sup>276</sup> Roe, *ibid.* aux pp. 34-36 et 45-48.

pour elles une occasion de croissance. Les petites entreprises, croyant être mieux desservies par les petites institutions financières, supportèrent également cet objectif.

Pourtant, selon Roe, cette réglementation demeura en place jusqu'à nos jours en grande partie grâce au soutien des dirigeants des grandes entreprises<sup>277</sup>. Leur support provient de leur méfiance à l'égard des marchés financiers, qu'ils perçoivent comme une menace à leur pouvoir. Les dirigeants considèrent les contraintes imposées aux placements des institutions financières comme un rempart contre l'intrusion de ces dernières dans la gestion des entreprises. Plus particulièrement, ils sont favorables au fractionnement de l'actionnariat des compagnies publiques, puisqu'il a pour effet de transformer les actionnaires en investisseurs passifs à l'égard de la gestion des compagnies, ceux-ci n'ayant plus l'intérêt économique pour s'y intéresser. Or, comme l'ont noté Berle et Means dans leur ouvrage classique *The Modern Corporation and Private Property*<sup>278</sup>, le fractionnement de l'actionnariat des compagnies profite aux dirigeants en transférant le contrôle de la compagnie entre leurs mains, au détriment des intérêts des actionnaires<sup>279</sup>. La séparation de la propriété et du contrôle permet ainsi aux dirigeants d'administrer la compagnie dans leur propre intérêt sans se soucier des pressions des actionnaires, ce qui menace le rendement et la compétitivité des compagnies à long terme.

Même si des contraintes légales équivalentes existent au Canada, la thèse de Roe cadre toutefois difficilement avec la situation canadienne. L'origine de ces contraintes ne paraît pas provenir d'une volonté politique de tenir les institutions financières à l'écart du secteur non financier de l'économie. Le mouvement populiste qui constitue le point de départ de la thèse de Roe a eu beaucoup moins d'ampleur au Canada qu'aux États-Unis à la fin du XIX<sup>ème</sup> siècle<sup>280</sup>. D'ailleurs, comme l'a fait valoir Jorge Niosi, il n'y a jamais eu de risque d'un contrôle financier du secteur industriel au Canada<sup>281</sup>. L'orientation commerciale et conservatrice du système financier canadien, opposée au contrôle industriel, a maintenu les banques à l'écart du secteur non financier de l'économie. Ainsi, traditionnellement, les banques n'ont pas participé au financement industriel. Elles n'ont pas pris part à la fondation de sociétés, ni à leur fusion ou à leur réorganisation, et n'ont pas investi à long terme dans les titres des sociétés industrielles. De fait, les banques canadiennes s'occupaient essentiellement de financer l'extraction, le transport et l'échange de produits primaires pour la Grande-Bretagne. Ainsi, les citoyens n'avaient pas de véritables raisons de craindre une concentration du pouvoir économique entre les mains des banques.

En outre, il faut signaler que la concentration de l'actionnariat des compagnies canadiennes a limité la participation des institutions financières. La propriété des compagnies a été historiquement partagée entre, d'une part, les riches familles canadiennes, et d'autre part, les sociétés américaines qui avaient traditionnellement la mainmise sur les

<sup>277</sup> *Ibid.* à la p. 46.

<sup>278</sup> *Supra* note 17.

<sup>279</sup> Voir Roe, *Strong Managers, Weak Owners*, *supra* note 24 aux pp. 26-49.

<sup>280</sup> R.A. Shearer, J.F. Chant et D.E. Bond, *The Economics of the Canadian Financial System*, 2<sup>e</sup> éd., Prentice-Hall Canada, Scarborough, 1984 aux pp. 296-98.

<sup>281</sup> J. Niosi, *Le contrôle financier du capitalisme canadien*, 2<sup>e</sup> éd., Québec, P.U.Q., 1982.

industries manufacturière et minière, laissant peu de place aux institutions financières<sup>282</sup>. L'actionnariat des compagnies canadiennes demeure toujours concentré, comme le démontre une étude récente qui a examiné 766 compagnies canadiennes publiques et privées et qui indique que près de 77% d'entre elles sont assujetties à un contrôle de fait ou de droit de la part d'un seul actionnaire<sup>283</sup>.

Au Canada, l'origine de la réglementation des placements des investisseurs institutionnels ne semble donc pas découler d'une volonté politique de tenir les institutions financières à l'écart du secteur non financier de l'économie. Par ailleurs, l'identification des facteurs qui ont motivé l'élaboration de cette réglementation est une question complexe qui dépasse le cadre du présent texte. Mentionnons néanmoins que des objectifs de politique publique, tel le maintien de la solvabilité des institutions financières et de la confiance du public, ont motivé la réglementation des institutions financières dès les débuts du système financier. En effet, les barrières légales peuvent être perçues comme un moyen d'assurer une gestion prudente des actifs détenus en favorisant la division des risques<sup>284</sup>. Selon Edward Neave, il est également possible de rattacher l'existence de limites imposées aux investisseurs en matière de placements à l'établissement et au fonctionnement du système de réglementation des piliers financiers — les assurances, les services fiduciaires, les valeurs mobilières et l'activité bancaire — qui a prévalu au Canada jusqu'au milieu des années 1980<sup>285</sup>. À son avis, les restrictions à la taille des investissements sont une des méthodes utilisées par le législateur pour empêcher l'interpropriété des institutions financières, interpropriété qui leur permettait de prendre le contrôle d'institutions offrant des services différents et de créer

---

<sup>282</sup> D. Francis, *Controlling Interests — Who owns Canada?*, Toronto, Macmillan, 1986 aux pp. 4-5 ; W. Clement, *The Canadian Corporate Elite — An Analysis of Economic Power*, Toronto, McClelland & Stewart, 1975 aux pp. 125-71. Par exemple, en 1985, neuf (9) familles contrôlaient 46% des compagnies constituant le TSE300. «Taking Aim at Takeovers» *MacLean's* (29 avril 1985) 36. Cette situation est toutefois en voie de changer G. Larnphier, «Asset sales reshape corporate Canada» *The [Toronto] Globe and Mail* (6 mars 1993) B1.

<sup>283</sup> Rao et Lee-Sing, *supra* note 2. Voir pour des données similaires : R.J. Daniels et J.G. MacIntosh, «Toward a Distinctive Corporate Law Regime», *supra* note 135 ; Y. Gadhoun, *Concentration de la propriété et décisions de dividendes*, Thèse de doctorat, Faculté des sciences de l'administration, Université Laval, 1995 [non publiée].

<sup>284</sup> Canada, Ministère des finances, *La réglementation des institutions financières du Canada : Propositions à considérer*, Ottawa, Approvisionnement et services, 1985 à la p. 11 et s.

<sup>285</sup> La réglementation des institutions financières était fondée sur le principe de la séparation des différentes fonctions financières selon lequel chacune des fonctions financières était exercée par des catégories d'institutions distinctes. La séparation entre ces 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 gouvernementales fédérale et provinciales. F. Daniel, C. Freedman et C. Goodlet, «La restructuration du secteur financier au Canada» *Rev. de la Banque du Can.* (hiver 1992-93) 21 ; Québec, Ministère des finances, *L'appui au secteur financier : des dividendes pour le Québec*, Québec, 1993 aux pp. 58-73 ; D. Froment, «Les grandes étapes du décloisonnement des institutions financières» *Les Affaires* (22 mai 1993) B2.

ainsi un conglomérat exerçant les quatre fonctions financières<sup>286</sup>. Cette hypothèse demeure toutefois marginale et mériterait d'être examinée de manière plus approfondie.

De plus, la thèse de Mark Roe ne tient pas suffisamment compte des réalités des industries dans lesquelles ces investisseurs font affaires. C'est ce que soulignent plusieurs critiques qui soutiennent que les investisseurs institutionnels ne désirent pas acquérir des participations importantes dans des compagnies individuelles parce que cette pratique est incompatible avec leur intérêt économique :

Even before the rules were changed, however, institutional investors were not using their power in ways that increased the value of portfolio firms for shareholders — or their own beneficiaries. Had they been doing so, proponents of restrictive legislation could not have cloaked themselves so effectively in the mantle of investor protection. Instead, institutional control appeared to be inconsistent with profitable investment, a view that is reflected in today's model of the passive professional institutional investor<sup>287</sup>.

Dans ce contexte, il est permis de douter que l'abolition des contraintes réglementaires qui limitent la concentration des placements des investisseurs institutionnels résulterait en un plus grand activisme. L'impact des contraintes réglementaires demeure d'ailleurs incertain lorsque sont analysées les caractéristiques des institutions auxquelles elles s'appliquent. Il semble en effet que ces institutions puissent acquérir des participations importantes dans des compagnies individuelles malgré ces restrictions. Elles s'abstiennent toutefois d'acquérir de telles participations pour d'autres motifs que nous mettrons en évidence.

Les banques possèdent des actifs de plus de 770 G\$ dont seulement 1,32% est investi sous forme d'actions<sup>288</sup>. Selon la *Loi sur les banques*, elles ne peuvent détenir plus de 25% des actions d'une seule compagnie ou contrôler plus de 10% de ses actions votantes<sup>289</sup>. Elles ne peuvent non plus investir plus de 70% de leur actif dans des actions<sup>290</sup>. Historiquement, les banques n'ont consacré qu'une faible portion de leurs actifs aux actions de compagnies<sup>291</sup>. Pourtant, les contraintes limitant les placements des

<sup>286</sup> E.H. Neave, *Canada's Financial System*, Toronto, John Wiley & Sons Canada Ltd., 1981 à la p. 86. Voir aussi Conseil Économique du Canada, *Les marchés financiers canadiens et la mondialisation*, *supra* note 1 à la p. 26 et s.

<sup>287</sup> Garten, *supra* note 23 aux pp. 620-21. Voir aussi A.G. Estreicher, «Beyond Agency Costs : Managing the Corporation for the Long Term» (1993) 45 Rutgers L. Rev. 513 aux pp. 543-47.

<sup>288</sup> MacIntosh, «Corporate Governance», *supra* note 2 à la p. 181.

<sup>289</sup> *Loi sur les banques*, L.C. 1991, C. 46, art. 10, 466(1).

<sup>290</sup> *Ibid.*, art. 478.

<sup>291</sup> C'est durant l'expansion des chemins de fer entre 1900 et 1915 que les banques ont effectué leurs plus importants investissements en actions. Ils ne représentaient néanmoins qu'environ 5% de leurs actifs. Après la faillite du Canadian Northern et du Grand Tronc, à cette époque, les banques se sont départies de leurs actions pour n'y jamais revenir. J. Niosi, *supra* note 281 aux pp. 23-27. Certaines banques détiennent des investissements significatifs dans des compagnies particulières ; elles ne sont toutefois pas nombreuses, selon notre recherche dans la banque de données *Disclosure*, à jour en avril 1996. Par exemple, mentionnons que la Banque Nationale du Canada détient 15,66% des actions de Sodisco-Howen Group, et que la banque CIBC détient 9,9% des actions de Canadian Turbo (1993) Inc. et 13% de Tut Enterprises Inc.

banques sous forme d'actions ne datent que de 1967<sup>292</sup>. Auparavant les banquiers ont toujours eu la pleine liberté de leurs placements, tant sur le plan législatif que financier. De fait, les lois sur les banques étaient forgées par les banquiers avec l'accord du gouvernement. Ainsi, ce sont les banques elles-mêmes, respectant la tradition britannique, qui se sont abstenues d'effectuer des placements importants dans les titres des compagnies<sup>293</sup>. Rappelons que les banques commerciales anglaises ne s'occupent que d'affaires bancaires et ne se soucient pas de s'immiscer dans l'industrie. Elles sont simplement des institutions de prêt qui ne participent pas aux affaires ni n'exercent de contrôle sur les entreprises, sauf lorsque leurs prêts sont menacés<sup>294</sup>. La Commission royale d'enquête sur le système bancaire et financier résume bien l'adhésion des banques canadiennes à la tradition britannique en ce qui concerne leurs activités de placements : «elles se considèrent comme des institutions de prêt plutôt que de placement et leurs structures sont orientées pour donner priorité aux prêts à court terme»<sup>295</sup>. Pour cette raison, les banques canadiennes ont depuis toujours manifesté un désintérêt envers les actions de compagnies et le contrôle industriel, quoique cette tendance risque de changer dans les années à venir<sup>296</sup>.

Les compagnies d'assurance-vie, pour leur part, ne peuvent placer plus de 25% de leurs actifs en titres de compagnies, ni plus de 15% de ces actifs dans les titres d'une seule compagnie<sup>297</sup>. De plus, elles ne peuvent détenir plus de 30% des actions votantes d'une compagnie. Se conformant à ces contraintes, les compagnies d'assurance-vie investissent une proportion significative de leurs actifs en actions, soit près de 20% des 160 G\$ d'actifs dont elles ont la gestion<sup>298</sup>.

Jusqu'à très récemment, elles n'avaient toutefois jamais consacré une importante portion de leurs actifs aux investissements en actions. Leur dirigeants préféraient assortir les termes de leurs placements à ceux de leurs engagements, qui sont pour la plupart de longue durée<sup>299</sup>. Ainsi, ils ont traditionnellement investi la majeure partie des actifs qu'ils géraient sous forme d'obligations et de créances hypothécaires à long terme. De plus, ils étaient plutôt réticents face à l'investissement industriel impliquant

---

<sup>292</sup> J. Niosi, *supra* note 281 aux pp. 23-27 ; E.P. Neufeld, *The Financial System of Canada — Its Growth and Development*, Toronto, Macmillan, 1972 à la p. 133.

<sup>293</sup> Les banques doivent maintenir une partie de leur actif en placements liquides pour pallier à d'éventuels retraits massifs des déposants, ce qui peut également les inciter à limiter la taille de leurs participations dans les titres de compagnies. Voir «Canada Deposit Insurance Management Standards By-Law» dans CCH Canadian, *Bank Act*, Toronto, CCH Canadian Ltd., 1995 à la p. 963 et s. Cette explication ne suffit toutefois pas à expliquer les niveaux d'investissement si bas des banques dans les actions ; MacIntosh, «Role of Institutional Investors», *supra* note 16 aux pp. 426-27. Pour une autre explication, voir Black et Coffee, Jr., *supra* note 23 aux pp. 2079-81.

<sup>294</sup> Niosi, *supra* note 281 aux pp. 15-16.

<sup>295</sup> Canada, *Rapport de la Commission royale d'enquête sur le système bancaire et financier*, Ottawa, Imprimeur de la Reine, 1964 à la p. 141.

<sup>296</sup> J. Niosi, *supra* note 281 aux pp. 23-25.

<sup>297</sup> Voir par exemple *Loi sur les assurances*, L.R.Q. c. A-32, art. 244-45.

<sup>298</sup> MacIntosh, «Corporate Governance», *supra* note 2 à la p. 182.

<sup>299</sup> J. Armstrong, «Le secteur de l'assurance de personnes au Canada» *Rev. de la Banque du Canada* (printemps 1994) 55 à la p. 62.

des risques<sup>300</sup> et considéraient que les titres de compagnies ne constituaient pas des placements appropriés pour leurs compagnies, en raison de leur obligation de prudence<sup>301</sup>. L'ancienne réglementation applicable à ces institutions incitait d'ailleurs les dirigeants à avoir une telle attitude. En effet, les vieilles règles exigeaient que les placements soient effectués conformément aux directives fondées sur la notion de placements admis (*legal for life*)<sup>302</sup>. Les placements qui n'étaient pas autorisés pouvaient être effectués uniquement s'ils faisaient partie d'un panier dont la taille était limitée. Même si cette réglementation a été abandonnée au profit du principe de gestion prudente du portefeuille, les dirigeants des compagnies d'assurance-vie demeurent réticents à effectuer des placements substantiels dans des compagnies individuelles, ce qui diminue l'influence que leurs institutions peuvent exercer à l'égard de la régie d'entreprise<sup>303</sup>.

De leur côté, les fonds communs de placement à capital variable ou «fonds mutuels», qui ont connu une croissance spectaculaire au cours des vingt dernières années, gèrent des actifs de plus de 146 G\$<sup>304</sup>. Les fonds mutuels investissent près de 75% de leurs actifs en actions, dont 36% en actions canadiennes<sup>305</sup>. Les fonds mutuels sont assujettis à des restrictions particulièrement contraignantes qui limitent la concentration de leurs investissements dans des compagnies précises. Ils ne peuvent détenir plus de 25% des actions d'une seule compagnie, ou plus de 10% de ses actions votantes<sup>306</sup>. De plus, ils ne peuvent investir plus de 10% de leur actif dans les titres d'une seule compagnie<sup>307</sup>, ni détenir de titres dans le but

---

<sup>300</sup> J. Niosi, *supra* note 281 aux pp. 35-37. De 1963 à 1991, les compagnies d'assurance-vie n'ont jamais consacré plus de 10% de leur actif aux placements en actions. MacIntosh, «Corporate Governance», *supra* note 2 à la p. 182.

<sup>301</sup> E.P. Neufeld, *supra* note 292 aux pp. 258-85. Voir par exemple *Loi sur les assurances*, *supra* note 297, art. 285.2.

<sup>302</sup> Ce type de réglementation, qui existe encore en Ontario, énumère la liste des placements permis, lesquels sont définis en tenant compte du statut de l'émetteur et de la sécurité des placements : *Insurance Act*, R.S.O. 1990, c. I-8, art. 433((1)n). Voir en général Stikeman, Elliott, *Legal for Life: Institutional Investment Rules in Canada*, Scarborough, Carswell, 1992.

<sup>303</sup> Voir en ce sens Roe, *Strong Managers, Weak Owners*, *supra* note 24 aux pp. 60-93. Une recherche sur la banque de données *Disclosure*, juin 1996, n'a révélé aucun placement de plus de 10% pour les plus grandes compagnies d'assurance-vie. Même si cette banque de données n'est pas exhaustive, cette recherche permet à toute le moins de constater que les placements substantiels des compagnies d'assurance-vie ne sont pas nombreux.

<sup>304</sup> En anglais, ces fonds portent le nom *open-end funds*. L'autre type de fonds commun de placement est la société de placement à capital fixe ou *closed-end funds* qui est plutôt rare au Canada. Voir M.R. Gillen, *Securities Regulation in Canada*, Scarborough, Carswell, 1992 aux pp. 391-92 ; J.E. Hatch et M.J. Robinson, *Investment Management in Canada*, 2<sup>e</sup> éd., Scarborough, Prentice-Hall, 1989 à la p. 672 ; Investment Funds Institute of Canada, *December 1995 Statistics*, *supra* note 9 ; Fine et Zelmer, *supra* note 9 à la p. 61 ; D. Slocum, «Mutual Funds top \$100-billion» *The [Toronto] Globe and Mail* (17 novembre 1993) B10.

<sup>305</sup> 73.4% de l'actif des fonds mutuels est investi en actions ; Investment Funds Institute of Canada, *December 1995 Statistics*, *supra* note 9 ; MacIntosh, «Corporate Governance», *supra* note 2 à la p. 186.

<sup>306</sup> *Instruction générale C-39*, art. 2.04(1)b) dans Can. Sec. L. Rep., North York, CCH Canadian Ltd., par. 470-039.

<sup>307</sup> *Ibid.*, art. 2.04(1)a).

d'exercer le contrôle d'une compagnie<sup>308</sup>. Enfin, lorsqu'ils investissent des fonds provenant de caisses de retraite ou des fonds admissibles au régime enregistré d'épargne retraite (REÉR), les fonds mutuels ne peuvent placer plus de 20% de ces fonds à l'étranger, en vertu de la *Loi de l'impôt sur le revenu*<sup>309</sup>.

À ces contraintes réglementaires, il faut ajouter la nécessité pour les fonds mutuels de détenir des placements liquides, ce qui contraint ces investisseurs à fractionner leurs placements. Les épargnants qui investissent dans un fonds mutuel peuvent retirer leurs capitaux à tout moment lorsqu'ils ne sont plus satisfaits du rendement<sup>310</sup>. Le caractère imprévisible de ces retraits oblige donc les fonds mutuels à détenir essentiellement des placements faciles à liquider rapidement sans coûts importants<sup>311</sup>.

Malgré ces contraintes réglementaires et les exigences de l'industrie, il est possible pour les fonds mutuels de détenir des placements importants dans des compagnies particulières. Une société de gestion de fonds mutuel peut être le promoteur de plusieurs fonds mutuels gérés indépendamment<sup>312</sup>. Chacun de ces fonds mutuels doit alors respecter les seuils établis par la réglementation. Cependant, la société qui est le promoteur de ces fonds détient le contrôle ultime, ce qui lui permet d'influencer le vote des titres détenus et ultimement la gestion des entreprises. Une telle société peut également agir à titre de gestionnaire de portefeuille et détenir ainsi le contrôle sur les titres gérés pour le compte des clients qui en sont les véritables propriétaires. Le rassemblement des titres que détiennent de cette façon les sociétés de fonds mutuels permet de constater que plusieurs d'entre elles possèdent des placements significatifs dans des compagnies<sup>313</sup>. Ainsi, d'importantes sociétés de gestion de fonds mutuels telles Altamira Management, Mackenzie Financial Management Corporation et Trimark peuvent détenir directement ou indirectement le contrôle de plus de 10% des votes de nombreuses compagnies<sup>314</sup>.

---

<sup>308</sup> *Ibid.*, art. 2.04(8).

<sup>309</sup> *Supra* note 207, art. 180.

<sup>310</sup> Gillen, *supra* note 304 aux pp. 391-92 ; Hatch et Robinson, *supra* note 304 à la p. 683.

<sup>311</sup> MacIntosh, «Corporate Governance», *supra* note 2 aux pp. 164-66.

<sup>312</sup> Hatch et Robinson, *supra* note 304 à la p. 673 ; MacIntosh, «Role of Institutional Investors», *supra* note 16 aux pp. 392-95.

<sup>313</sup> MacIntosh, *ibid.* ; K.A. Malatest, «Mutual Fund Developments» dans *New Developments in Securities Regulation, Policy and Practice*, Toronto, Insight Press, 1996, 313. La Commission des valeurs mobilières ontarienne (C.V.M.O.) a proposé que les titres des sociétés de fonds mutuels ne soient pas agrégés aux fins de l'application des réglementations des offres publiques d'achat et des initiés lorsque les fonds mutuels détiennent ces titres de manière indépendante les uns vis-à-vis des autres. «Early Warning System and Related Take-Over Bid, Insider Trading and Control Block Distribution Issues» (1995) 18 O.S.C.B. 4887.

<sup>314</sup> À titre d'exemple, Altamira Management détient 12,5% des actions de Joss Energy, 16,3% et d'Orvana Minerals. Mackenzie Financial Management possède 18,9% des actions de Computalog, 20,6% de Dakota Mining, 13,1% de Geomaque Explorations, 20% de Minnova, 15% de Nowasco Well Service, 10,5% de Numac Oil & Gas, 15,9% de Rea Gold, 12,4% de Russel Metals, et 20,6% de Serenpet. Templeton Management détient 10,1% des actions de Primex Forest Products. Trimark Investment Management possède 10,4% des actions de Co-Steel, 11,8% de Silcorp, 10,2% de Tarragon

Même si les fonds mutuels ont connu une forte croissance au cours des dernières années, faisant d'eux des participants de premier plan au marché des valeurs mobilières, les caisses de retraite demeurent néanmoins les plus importants investisseurs institutionnels canadiens<sup>315</sup>. En 1995, les 100 plus grandes caisses de retraite possédaient des actifs de 304 G\$, dont 28% était investi en actions canadiennes pour une valeur de 84 G\$, représentant 20% du marché des valeurs mobilières<sup>316</sup>. Les caisses de retraite ne peuvent investir plus de 10% de leurs actifs dans les titres d'une seule compagnie, ni détenir plus de 30% de ses actions votantes<sup>317</sup>. Très peu de caisses de retraite détiennent des investissements significatifs dans des compagnies particulières<sup>318</sup>. De fait, ce sont uniquement les caisses de retraite publiques qui paraissent effectuer de tels placements<sup>319</sup>. Outre OMERS et Teachers qui détiennent, comme nous l'avons vu, des investissements importants dans de nombreuses compagnies, certaines caisses de retraite, comme celles du Canadien National et d'Hydro Ontario, possèdent plus de 10% des actions de quelques compagnies<sup>320</sup>.

Plusieurs facteurs contribuent à limiter la concentration des placements des caisses de retraite dans des compagnies particulières. Tout d'abord, les politiques de placement des caisses de retraite, établies conformément au principe de gestion prudente du portefeuille, restreignent généralement la réalisation de placements importants afin d'assurer la diversification des portefeuilles<sup>321</sup>. En ce sens, le dirigeant de la *Caisse privée A* mentionnait ceci : «[w]e never have holdings over 10%. Period. Our policy, statements all say : "Not over 10%". It's for diversification reasons, to make sure we have adequate diversification».

Oil & Gas, et 15,4% de Toromont Industries. Ces données ont été recueillies à partir de la banque de données *Disclosure*, avril 1996.

<sup>315</sup> De Leon, *supra* note 7 à la p. 42 ; K.E. Montgomery et D.S.R. Leighton, «Institutional Shareholders in Canada Part One — The Unseen Revolution is Here», National Centre for Management Research and Development, Western Business School, The University of Western Ontario, 1993 aux pp. 6-8 [ci-après «Institutional Shareholders in Canada, Part I» ; MacIntosh, «Corporate Governance», *supra* note 2 aux pp. 147-49.

<sup>316</sup> Bak et Dempsey, *supra* note 8 à la p. 49.

<sup>317</sup> L.R.C.R., *supra* note 83, art. 172 et 175 ; *Pension Benefits Act Regulation*, R.R.O. 1990, c. P-8, Reg. 909, art. 70(1) et 72(1) ; S.G. Seller, *Ontario Pension Law Handbook*, Aurora (Ont.), Canada Law Book, 1994 aux pp. 107-109.

<sup>318</sup> De Leon, *supra* note 7 à la p. 42.

<sup>319</sup> Montgomery et Leighton, «Institutional Shareholders in Canada, Part I», *supra* note 315 à la p. 7.

<sup>320</sup> Par exemple, la caisse de retraite d'Hydro Ontario détient 18,4% des actions de Strong Equipment Corp et la caisse de retraite du CN, 23,38% des actions de Cambridge Shopping Centres Ltd, 17,5% des actions de Hollinger et 14,28% des actions de Toronto Sun Publishing Corp. Ces données proviennent de la banque de données *Disclosure*, avril 1996.

<sup>321</sup> L.R.C.R., *supra* note 83, art. 168-70 ; *Pension Benefits Act*, R.R.O. 1990, Reg. 909, art. 67(1). Voir *Canadian Employment Benefits and Pension Guide*, vol. 1, Don Mills, CCH Canadian Ltd., par. 2450 et 2453 (mise à jour). La notion de gestion prudente du portefeuille est souvent interprétée trop restrictivement, ce qui mène les investisseurs à être réticents face aux placements importants. Voir P.G. Haskell, «The Prudent Person Rule for Trustee Investment and Modern Portfolio Theory» (1990) 69 N.C. L. Rev. 87 ; S.P. Johnson, «Trustee Investment: The Prudent Person Rule or Modern Portfolio Theory, You Make the Choice» (1993) 44 Syr. L. Rev. 1175.

En second lieu, les caisses de retraite délèguent une grande partie de la gestion de leurs portefeuilles à des gestionnaires de portefeuilles externes<sup>322</sup>. Or, ces gestionnaires emploient habituellement une stratégie de gestion active pour gérer ces portefeuilles<sup>323</sup>. Les gestionnaires qui font appel à cette stratégie de gestion transigent régulièrement sur les titres qui composent leurs portefeuilles et favorisent les placements liquides<sup>324</sup>. Ils évitent d'acquérir des placements importants dans des compagnies particulières, puisque de tels placements peuvent entraîner des coûts de transaction plus élevés pour les investisseurs, en plus de diminuer la flexibilité de leurs transactions<sup>325</sup>.

Enfin, la taille des actifs de la plupart des caisses de retraite n'a pas atteint un niveau comparable à celui de la Caisse de dépôt, d'OMERS ou de Teachers. Les plus importantes institutions, outre ces dernières, gèrent des actifs de moins de 10 G\$<sup>326</sup>. Les caisses de retraite peuvent ainsi effectuer des investissements au sein du marché canadien sans être obligées, en raison de leur taille, de concentrer leurs placements dans des compagnies particulières.

Comme nous pouvons le constater, les contraintes réglementaires ont un effet mitigé sur la concentration des placements des investisseurs institutionnels. Les seuils établis par la réglementation permettent l'acquisition d'une participation substantielle, mais la plupart des investisseurs institutionnels évitent d'acquérir de telles participations même lorsqu'ils consacrent une portion importante de leurs actifs aux actions. Ces investisseurs ne semblent pas disposés à acquérir une telle influence pour des motifs qui reflètent leur culture, leur taille, ainsi que les réalités de leurs industries.

---

<sup>322</sup> Environ 65% des actifs des 100 plus importantes caisses de retraite sont gérés par des gestionnaires de portefeuilles externes ; Bak et Dempsey, *supra* note 8 à la p. 51. Ce sont les caisses de retraite privées qui délèguent la plus grande partie de la gestion de leurs actifs à des gestionnaires externes ; Patry et Poitevin, *supra* note 26 à la p. 424.

<sup>323</sup> En 1995, 178 G\$ des 192 G\$ d'actifs gérés par les 40 plus importants gestionnaires de portefeuilles étaient gérés selon une stratégie de gestion active ; R. Drennan et F. Grossi, «Top 40 money managers of 1995» *Benefits Canada* (novembre 1995) 36 ; De Leon, *supra* note 7 à la p. 39.

<sup>324</sup> L'utilisation de la stratégie de gestion active est induite par la concurrence qui existe entre les gestionnaires de portefeuille. Le gestionnaire qui emploie une stratégie de gestion active considère qu'il peut identifier les actions sous-évaluées ou surévaluées et compose son portefeuille d'actions qu'il estime sous-évaluées dans le but de réaliser un rendement meilleur que celui du marché. C. Broquet et A. Van Den Berg, *Gestion de portefeuille*, Bruxelles, De Boeck - Entreprise, 1990 aux pp. 282-83 ; O'Barr et Conley, *supra* note 31 aux pp. 48-53. Deux études empiriques effectuées au Canada et aux États-Unis remettent en question l'efficacité de cette stratégie de gestion : M.K. Berkowitz et Y. Kotowitz, «Incentives and Efficiency in the Market for Management Services: A Study of Canadian Mutual Funds» (1993) 26 *Rev. can. d'écon.* 850 ; J. Lakonishok, A. Shleifer et R.W. Vishny, «The Structure and Performance of the Money Management Industry» (1992) *Brookings Papers on Economic Activity* 339. Voir aussi K.P. Ambachtsheer, «Active Management That Adds Value: Reality or Illusion?» (1994) 4 *J. Port. Mgmt.* 89.

<sup>325</sup> Coffee, Jr., «Liquidity versus Control», *supra* note 26 à la p. 1329 ; Matheson et Olson, «Longterm Shareholder», *supra* note 12 aux pp. 1477-82. Ces risques sont particulièrement élevés au Canada où le marché des valeurs mobilières est caractérisé par une faible liquidité. Fowler et Rorke, *supra* note 217.

<sup>326</sup> Bak et Dempsey, *supra* note 8 à la p. 44.

## 2. Survol des contraintes indirectes de la réglementation des compagnies et des valeurs mobilières

Les tenants de la thèse de la surréglementation<sup>327</sup> soutiennent que certaines règles du droit des compagnies et des valeurs mobilières peuvent restreindre l'activisme des investisseurs institutionnels<sup>328</sup>. Nous survolerons les contraintes les plus importantes mises en évidence par ces auteurs, puis examinerons l'impact des contraintes légales sur le comportement des investisseurs à la lumière des données empiriques et anecdotiques disponibles. Cet examen permettra d'avoir une vision plus réaliste de l'influence du cadre réglementaire sur l'activisme des investisseurs institutionnels.

Il y a lieu de mentionner que nos interlocuteurs ont rarement fait référence à ces contraintes. Sans nier leur existence, nous examinerons les trois contraintes les plus fréquemment citées dans la littérature avant d'en étudier l'impact potentiel sur l'activisme. Ces contraintes sont la réglementation des déclarations et des transactions d'initiés, la réglementation des offres publiques d'achat et la réglementation de la sollicitation des procurations<sup>329</sup>.

D'après plusieurs auteurs, la réglementation relative aux initiés soulève des difficultés particulières pour les investisseurs institutionnels qui désirent effectuer des investissements importants ou adopter une attitude activiste à l'égard de compagnies dont ils détiennent des titres ; les obstacles seraient principalement dûs à l'étendue de la définition du terme « initié » employée dans la *Loi sur les valeurs mobilières* (L.V.M.) et la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* (L.C.S.A.)<sup>330</sup>. Selon ces deux lois, un investisseur acquiert notamment le statut d'initié lorsqu'il est le propriétaire d'au moins 10% des actions votantes d'une compagnie ou lorsqu'il contrôle ou dirige l'exercice des droits de vote afférents à cette proportion d'actions<sup>331</sup>. Jusqu'à présent, aucune décision n'est venue préciser dans quelles circonstances une personne sera qualifiée d'initié pour le motif qu'elle contrôle ou dirige au moins 10% des votes afférents aux titres d'une compagnie, ce qui peut causer une incertitude pour les investisseurs<sup>332</sup>, pour qui les paramètres de la notion de « contrôle » demeurent difficiles à définir.

<sup>327</sup> Voir *supra* note 24 et texte correspondant.

<sup>328</sup> La collaboration entre investisseurs permet, entre autres, de répartir les coûts de ces interventions, de même que de leur conférer un impact plus substantiel. L'étude menée par Montgomery indique que l'action collective est le second moyen le plus utilisé par les investisseurs institutionnels pour influencer les compagnies dont ils détiennent des titres. Montgomery, «Survey», *supra* note 31 à la p. 8.

<sup>329</sup> Outre les travaux des professeurs Black et MacIntosh, voir les textes répertoriés, *supra* note 24.

<sup>330</sup> Black, «Shareholder Passivity», *supra* note 24 ; MacIntosh, *supra* note 24.

<sup>331</sup> L.V.M., *supra* note 83, art. 89-91 ; L.C.S.A., *supra* note 37, art. 126(1). Le seuil fixé par la L.C.S.A. est de 10%, mais nous employons celui de la L.V.M. puisqu'il est plus exigeant. Sur la définition d'initié, voir V.P. Alboini, *Securities Law and Practice*, vol. 1, Agincourt, Carswell, 1984 (mise à jour 1996) au para. 1.17[e].

<sup>332</sup> Koval, *supra* note 15 aux pp. 40-41. Il pourrait en être ainsi lorsqu'un groupe d'investisseurs institutionnels décide d'établir une convention de vote fiduciaire. Voir Alboini, *ibid.*, para. 1.17[e.2] ; P. Chesnay, «La convention de vote fiduciaire "Voting Trust"», Service de la formation permanente, Barreau du Québec dans *Développements récents en droit commercial*, Cowansville, Yvon Blais,

L'acquisition du statut d'initié emporte certaines obligations pour l'investisseur,<sup>333</sup> dont celle de produire des déclarations indiquant l'étendue de son intérêt dans les valeurs mobilières de la compagnie<sup>334</sup>. Ces déclarations doivent être mises à jour chaque fois que son intérêt change<sup>335</sup>. Ainsi, un investisseur institutionnel qui est initié auprès d'une compagnie doit, après avoir fait une première déclaration d'initié, effectuer la mise à jour de cette déclaration chaque fois qu'il effectue une transaction sur les titres de la compagnie<sup>336</sup>. En outre, les initiés ne peuvent pas réaliser des opérations sur les titres de la compagnie lorsqu'ils disposent d'une information privilégiée relative à ces titres, ni communiquer cette information, sans s'exposer à des sanctions de nature administrative, civile ou pénale prévues par la L.V.M. et la L.C.S.A.<sup>337</sup>. Cette prohibition s'étend aussi aux personnes qui, de par les relations qu'ils ont avec les entreprises ou avec leurs initiés, peuvent acquérir des informations privilégiées. Aux fins de cette réglementation, l'information privilégiée est définie comme étant «toute information encore inconnue du public et susceptible d'affecter la décision d'un investisseur raisonnable»<sup>338</sup>.

Selon les auteurs qui soutiennent la thèse de la surréglementation, les règles relatives aux offres publiques d'achat (OPA) influencent également le comportement des investisseurs institutionnels en rendant onéreuse l'acquisition de participations importantes dans les titres des entreprises et la coordination de leurs actions<sup>339</sup>. Cette réglementation s'applique dès que la participation d'un investisseur dans les titres d'une compagnie devient égale ou supérieure à 10%<sup>340</sup>. Le cas échéant, il est tenu de divulguer l'étendue de cette participation ainsi que toute augmentation de la participation supé-

---

1991 à la p. 51 ; Rousseau, *Analyse, supra* note 41 aux pp. 148-50. Les sociétés de fonds mutuels qui détiennent indirectement le contrôle des titres détenus par les différents fonds mutuels dont elles sont les promoteurs posent un problème particulier à cet égard. La Commission des valeurs mobilières de l'Ontario a récemment proposé de ne pas procéder à l'agrégation des titres détenus indirectement par les sociétés de fonds mutuels aux fins de l'application de la réglementation sur les initiés. «Early Warning System and Related Take-Over Bid, Insider Trading and Control Block Distribution Issues», *supra* note 316.

<sup>333</sup> Voir P. Fortugno, «La transaction d'initié et l'information privilégiée : un défi à relever en droit québécois» (1989) 49 R. du B. 703 aux pp. 716-27.

<sup>334</sup> L.V.M., *supra* note 83, art. 96 ; L.C.S.A., *supra* note 37, art. 127(1).

<sup>335</sup> L.V.M., *ibid.*, art. 97 ; L.C.S.A., *ibid.*, art. 127(4). Au début des années 1980, l'omission par la Caisse de dépôt de produire des déclarations d'initiés a été sanctionnée par la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario à la Caisse de dépôt : *In the Matter of the Caisse de dépôt et placement du Québec* (1982), 4 O.S.C.B. 429-c-431-c.

<sup>336</sup> À moins de bénéficier d'une dispense de cette obligation : L.V.M., *supra* note 83, art. 99, 100.

<sup>337</sup> *Ibid.*, art. 187, 204, 226, 227, 264 et 272.1. La L.C.S.A. ne dispose que d'un recours civil : L.C.S.A., *supra* note 37, art. 131(4). Voir M.R. Gillen, «Sanctions against Insider Trading: A Proposal for Reform» (1991) 70 R. du B. Can. 215.

<sup>338</sup> L.V.M., *supra* note 83, art. 5 ; L.C.S.A., *supra* note 37, art. 131(4). Voir R. Crête et M. Weiss, «Qu'est-ce qu'une information privilégiée en matière d'opérations d'initiés?» (1989) 15 Can. Bus. L.J. 385.

<sup>339</sup> Black, «Shareholder Passivity», *supra* note 24 ; MacIntosh, «Role of Institutional Investors», *supra* note 16.

<sup>340</sup> L.C.S.A., *supra* note 37. Cependant, le seuil selon la L.V.M. est établi à 20%, *supra* note 83, art. 110.

rieure à 2%<sup>341</sup>. De plus, lorsqu'une personne propose d'acquérir les titres d'une compagnie de manière à prendre ou à renforcer une participation égale ou supérieure à 20% dans une catégorie de titres comportant des droits de vote, elle doit procéder par voie d'OPA, à moins de bénéficier d'une dispense<sup>342</sup>.

Pour évaluer la participation d'une personne, il est nécessaire d'ajouter aux titres qu'elle possède ceux que possèdent ses alliés, ainsi que ceux qu'elle-même ou ses alliés contrôlent<sup>343</sup>. La L.V.M. considère notamment comme alliés les compagnies du même groupe, les gens avec qui une personne a des liens, de même que toute personne agissant de concert avec elle<sup>344</sup>. Selon l'article 111(3) L.V.M., est présumée agir de concert avec l'auteur d'une offre, la personne qui, suite à une entente avec ce dernier ou avec l'un de ses alliés, acquiert des titres de la catégorie sur laquelle porte l'offre ou compte exercer de concert avec lui, ou avec l'un de ses alliés, les droits de vote afférents à ces titres<sup>345</sup>. Ainsi, les actionnaires qui se réunissent pour effectuer une intervention à l'égard d'une compagnie courent le risque d'être qualifiés d'alliés les uns des autres parce qu'ils agissent de concert. Le cas échéant, la détermination de leurs participations dans les titres de la compagnie visée, en regard des règles relatives aux OPA, devra se faire en considérant celles de leurs alliés.

Enfin, la réglementation de la sollicitation des procurations constitue un autre obstacle légal qui est fréquemment cité par des auteurs comme pouvant nuire à l'activisme des investisseurs institutionnels<sup>346</sup>. Rappelons tout d'abord que ce régime permet aux actionnaires de se faire représenter et de voter par fondés de pouvoir, détenteurs de

<sup>341</sup> L.V.M., *ibid.*, art. 147.11 et 147.12. Nous traiterons essentiellement des règles édictées par la L.V.M. qui sont plus contraignantes que celles de la L.C.S.A.

<sup>342</sup> *Ibid.*, art. 110. Voir V. Loungnarath, *supra* note 152 aux pp. 203-06.

<sup>343</sup> *Ibid.*, art. 111(1) ; L.C.S.A., *supra* note 37, art. 194. Le contrôle peut provenir du fait qu'ils peuvent exercer le droit de vote afférent à ces titres.

<sup>344</sup> L.V.M., *ibid.*, art. 5(liens), 9(3) (groupe de compagnies) et 111(2). La Commission des valeurs mobilières de l'Ontario a proposé de ne pas procéder à l'agrégation des titres détenus par les sociétés de fonds mutuels qui sont les promoteurs de plusieurs fonds mutuels aux fins de l'application de la réglementation des offres publiques d'achat. «Early Warning System and Related Take-Over Bid, Insider Trading and Control Block Distribution Issues», *supra* note 313.

<sup>345</sup> Récemment, le Comité consultatif juridique auprès de la C.V.M.Q. a émis un avis destiné à clarifier la notion d'agir de concert qui a rarement fait l'objet d'interprétation par les tribunaux ou la C.V.M.Q. Dans cet avis, le comité a indiqué que la conclusion de conventions entre actionnaires dans un but précis — incluant, notamment, les conventions de vote fiduciaire — créait habituellement une présomption d'agissement de concert. En outre, le comité a indiqué que des engagements réciproques de voter en faveur des candidats respectivement suggérés par certains actionnaires pour siéger au conseil d'administration pourraient donner lieu au concept d'agir de concert. Dans un tel cas, le comité ajoute toutefois qu'il faudrait «réviser la conduite des opérations régulières de la société pour déterminer s'il y a, ou non, influence ou contrôle de la part des actionnaires liés par ces engagements et, ainsi, "agissement de concert"». «Avis. Procès-verbal d'une rencontre du comité consultatif juridique concernant l'application du titre IV de la Loi sur les valeurs mobilières» (1992) 23:3 B.C.V.M.Q. 2. Voir aussi P. Chesnay, *supra* note 332 aux pp. 60-61.

<sup>346</sup> *Ibid.* ; Black, «Shareholder Passivity», *supra* note 24 aux pp. 536-41 ; G.W. Dent, «Toward Unifying Ownership and Control in the Public Corporation» (1989) Wis. L. Rev. 881.

procurations aux assemblées des actionnaires<sup>347</sup>. L'actionnaire qui se fait représenter par un fondé de pouvoir est présumé être présent à l'assemblée des actionnaires et son fondé de pouvoir est investi des droits qu'il possède. Ainsi, il peut participer aux délibérations de l'assemblée et exercer son droit de vote, conformément aux instructions qui lui sont données<sup>348</sup>.

Le régime des procurations est encadré étroitement par la réglementation afin «d'éviter qu'une personne n'acquière le contrôle d'une société en recueillant des procurations à gauche et à droite d'actionnaires mal avisés»<sup>349</sup>. En résumé, les règles édictées exigent que chaque fois qu'une assemblée d'actionnaires est convoquée, l'avis de convocation soit accompagné d'un formulaire de procuration et d'une circulaire de procuration de la direction<sup>350</sup>. En outre, toute personne qui procède à la «solicitation de procurations» doit envoyer une circulaire de procuration aux actionnaires, également appelée circulaire de dissident<sup>351</sup>.

L'expression «solicitation de procurations» est définie libéralement par la L.V.M. et la L.C.S.A. Selon la L.V.M., cette expression inclut «toute forme de sollicitation incitant les porteurs des titres à donner, à refuser ou à révoquer une procuration»<sup>352</sup>. La L.C.S.A., pour sa part, définit cette expression comme signifiant notamment toute communication aux actionnaires en vue de l'obtention, du refus ou de la révocation d'une procuration<sup>353</sup>. Selon plusieurs, ces termes suggèrent qu'une communication peut être qualifiée de sollicitation, qu'elle soit effectuée oralement ou par écrit<sup>354</sup>. De plus, il semble que ces définitions soient suffisamment larges pour couvrir des communications qui ne visent pas spécifiquement l'obtention, le refus ou la révocation d'une pro-

---

<sup>347</sup> L.V.M., *supra* note 83, art. 81 ; L.C.S.A., *supra* note 37, art. 148(1). Voir en général Crête, *supra* note 35 à la p. 61 et s.

<sup>348</sup> M. Martel et P. Martel, *La compagnie au Québec — Les aspects juridiques*, Édition spéciale, Montréal, Wilson & Lafleur, 1994 aux pp. 743-44.

<sup>349</sup> *Ibid.* à la p. 745.

<sup>350</sup> L.V.M., *supra* note 83, art. 81 ; L.C.S.A., *supra* note 37, art. 149. Une copie de la circulaire doit être déposée auprès de la C.V.M.Q. ou du directeur chargé de l'application de la L.C.S.A. *Règlement sur les valeurs mobilières*, (1983) 115 G.O. II, 1511, art. 154 (tel que modifié) ; L.C.S.A., *supra* note 37, art. 150(2) ; *Règlement sur les valeurs mobilières*, *ibid.*, n. 632, annexe VIII ; *Règlement sur les sociétés par actions de régime fédéral*, (1979) 113 Gaz. Can. II, 1389, art. 35. Le contenu des circulaires de procuration varie en fonction de l'ordre du jour de l'assemblée des actionnaires. Mentionnons qu'elles peuvent contenir des renseignements concernant les candidats aux postes d'administrateurs, la rémunération des dirigeants, les initiés de la compagnie, le vérificateur de la compagnie, ainsi que tout autre renseignement concernant les points à l'ordre du jour. Voir Crête, *supra* note 35 aux pp. 88-164.

<sup>351</sup> L.V.M., *ibid.*, art. 82-83 ; L.C.S.A., *ibid.*, art. 147 et 150 (dispense pour la sollicitation faite auprès de 15 porteurs de titres ou moins).

<sup>352</sup> L.V.M., *ibid.*, art. 82(2).

<sup>353</sup> L.C.S.A., *supra* note 37, art. 147.

<sup>354</sup> Alboini, *supra* note 331, vol. 2, par. 19.1.2 ; Crête, *supra* note 35 à la p. 40. C'est d'ailleurs la position d'Industrie Canada, qui reconnaît qu'une simple discussion entre actionnaires peut constituer une sollicitation. Industrie Canada, *Communications relatives aux actionnaires et sollicitation de procurations*, Document de consultation (<http://info.ic.gc.ca/ic-data/marketplace/cbca/share/toc-e.html>), Août 1995, par. 122 [date d'accès 5 mai 1997].

curation, mais qui font partie d'un processus menant à la sollicitation et qui en conditionnent le succès<sup>355</sup>. Autrement dit, comme le remarque Alboini, la notion de sollicitation inclut des communications «[that] may not specifically request a proxy, or may not specifically request the execution, non execution or revocation of a proxy»<sup>356</sup>.

Il va sans dire que l'étendue de cette définition crée de l'incertitude pour les actionnaires qui désirent discuter des affaires d'une compagnie. Consciente des difficultés soulevées par la réglementation de la sollicitation des procurations, Industrie Canada se propose d'emboîter le pas à la Securities and Exchange Commission (S.E.C.) des États-Unis et de modifier cette réglementation pour permettre aux actionnaires de discuter collectivement de l'opportunité d'interventions à l'égard d'une compagnie sans risquer de déclencher l'application des règles du régime des procurations<sup>357</sup>.

### 3. Quelques effets potentiels des contraintes sur les investisseurs institutionnels

Si les contraintes légales recensées par les tenants de la thèse de la surréglementation paraissent insurmontables en raison de leur nombre, leur impact réel mérite cependant d'être questionné lorsqu'on constate que l'activisme des investisseurs institutionnels n'a cessé de croître au cours de la dernière décennie<sup>358</sup>.

La réglementation relative aux initiés et aux offres publiques d'achat peut avoir un impact sur les choix des investisseurs institutionnels en décourageant la réalisation de placements importants dans des compagnies particulières. D'une part, les investisseurs qui détiennent des placements représentant plus de 10% des actions d'une compagnie sont tenus de respecter les obligations de divulgation prévues par cette réglementation. Or, sans être nécessairement très onéreuses, ces obligations peuvent alourdir les opérations des investisseurs institutionnels qui gèrent d'importants portefeuilles d'actions et qui doivent remplir de nombreuses déclarations relatives à l'étendue de leur intérêt dans les titres des compagnies de leurs portefeuilles. De plus, les investisseurs perdent

<sup>355</sup> S.E.C. c. *Okin* (1943), 132 F. 2d 784 à la p. 786. Voir aussi Crête, *ibid.* aux pp. 41-42 ; L. Getz, «Proxies — The Meaning of Solicitation» (1975-76) 1 Can. Bus. L.J. 472 à la p. 476.

<sup>356</sup> Alboini, *supra* note 331, vol. 2, para. 19.1.2. Black exprime ainsi l'étendue de cette définition : «A communication that doesn't solicit anything can still be a "solicitation"!» («Shareholder Passivity», *supra* note 24 à la p. 537). Voir par exemple *Brown c. Doby* (1980), 28 O.R. (2<sup>e</sup>) 745, 111 D.L.R. (3<sup>e</sup>) 418 (H.C.).

<sup>357</sup> Industrie Canada, *supra* note 357, par. 126-132 et 136. Sur la réglementation américaine, voir «Regulation of Security Holder Communications», Exchange Act Release No. 29,315, dans CCH, *Fed. Sec. L. Rep.*, par. 84811 (17 juin 1991, Transfer Binder) ; S.E. Clark, «Push Comes to Shove on Proxy Reform» *Institutional Investor* (avril 1991) 83 ; F. Hawthorne, «What the S.E.C. Rules Do for Activism» *Institutional Investor* (avril 1993) 47. Ces modifications ont été effectuées à la demande de certains investisseurs institutionnels, dont Calpers. Voir aussi pour une analyse de nouvelles règles : B.S. Black, «Next Steps in Proxy Reform» (1992) 18 J. Corp. L. 1 ; T.W. Briggs, «Shareholder Activism and Insurgency Under the New Proxy Rules» (1994-95) 50 Bus. Law. 99.

<sup>358</sup> L'étude de Montgomery indique que 82% des investisseurs interrogés considèrent que l'activisme des investisseurs institutionnels a crû au cours de la dernière décennie. Montgomery, «Market Shift», *supra* note 13 à la p. 190.

l'anonymat que nombre d'entre eux recherchent lorsqu'ils doivent divulguer la nature de leurs placements<sup>359</sup>.

D'autre part, les initiés doivent s'assurer que les transactions qu'ils réalisent ne sont pas effectuées alors qu'ils sont en possession d'informations inconnues du public pouvant influencer le cours des titres de la compagnie. La prudence dont les investisseurs doivent faire preuve peut réduire la liquidité de leur investissement dans la compagnie dont ils sont initiés<sup>360</sup>. Ainsi, certains investisseurs doivent parfois attendre avant de réaliser une transaction en raison des risques de délits d'initiés y étant rattachés.

L'effet de cette réglementation sur les placements des investisseurs semble mitigé pour les gestionnaires du secteur privé. En effet, comme l'a révélé notre analyse des contraintes légales directes limitant la taille des investissements, les investisseurs du secteur privé ne sont pas disposés à acquérir des participations significatives dans les compagnies<sup>361</sup>. Aussi, nous pouvons croire que la réglementation relative aux initiés et aux OPA a peu d'impact sur les décisions de ces investisseurs puisqu'en général, ils ne désirent pas d'emblée effectuer d'investissements importants<sup>362</sup>. En ce sens, l'étude de Montgomery indique que les investisseurs institutionnels du secteur privé considèrent que la réglementation relative aux initiés est une des barrières les moins importantes à leur activisme<sup>363</sup>. En effet, cette réglementation ne peut constituer qu'une barrière marginale pour ces gestionnaires, qui acquièrent rarement le statut d'initié.

Les investisseurs institutionnels du secteur public interrogés par Montgomery ont placé la réglementation relative aux initiés au second rang des barrières freinant leur activisme. Pourtant, les grandes caisses de retraite du secteur public détiennent des placements significatifs dans de nombreuses compagnies malgré les obligations qui se rattachent aux investissements de cette taille<sup>364</sup>. À la lumière de ces résultats, il est possible d'avancer que la réglementation des initiés a peu d'impact sur la taille des placements de ces investisseurs, mais qu'elle est susceptible d'influencer leurs interventions lorsqu'ils adoptent une attitude active. Plus particulièrement, la réglementation des transactions d'initié peut compromettre certaines formes de partenariat investisseur/entreprise. Parmi celles-ci, mentionnons les contacts entretenus par les investisseurs institutionnels avec les dirigeants des entreprises et posant un risque particulier de délit d'initié. En effet, lors de ces contacts, les investisseurs sont susceptibles d'être mis en possession d'information non encore connue du public, ce qui leur permet de réali-

---

<sup>359</sup> MacIntosh, «Role of Institutional Investors», *supra* note 16 à la p. 409, n. 152 ; Grossi, *supra* note 263.

<sup>360</sup> MacIntosh, *ibid.* à la p. 396.

<sup>361</sup> Voir *supra* notes 288 et s. et texte correspondant.

<sup>362</sup> Comme nous l'avons vu, certains fonds mutuels détiennent toutefois des investissements importants dans des compagnies particulières lorsque nous procédons à l'agrégation de leurs investissements. Pour l'instant, l'application de la réglementation relative aux initiés à cette situation demeure problématique. Voir *supra* notes 313 et s. et le texte correspondant.

<sup>363</sup> Montgomery, «Survey», *supra* note 31 à la p. 10.

<sup>364</sup> Voir la section V, ci-dessus. Voir aussi les tableaux en fin de texte.

ser des gains particuliers en transigeant sur les titres de l'entreprise<sup>365</sup>. Ce risque se pose avec beaucoup d'acuité lorsque les investisseurs sont consultés au sujet de transactions projetées par l'entreprise.

Les propos des représentants d'OMERS et de Teachers devant le groupe de travail sur la régie d'entreprise illustrent cette préoccupation des investisseurs institutionnels<sup>366</sup> :

We do not have inside information. If we do, we cannot trade on that information. We try to avoid having inside information. When we do, we are restricted from trading, buying, selling or transacting. We follow those rules religiously.

On many occasions, we refuse to meet with management corporations. Why? Because we do not want to have insider information. If we have insider information, we suspend the trade of the stock. We cannot buy it; no one in management can buy it; and no one on our board can buy it. That is why, on occasion, we will avoid visiting a company. If someone calls me to set up a meeting, I have to ask myself why they want to meet us<sup>367</sup>.

La prudence des investisseurs institutionnels face aux délits d'initiés se manifeste également par une réticence à siéger au conseil d'administration des entreprises ; comme l'explique le dirigeant des *Placements B* :

How can I claim that I'm not an insider? Being on the board makes me an insider. Therefore, if I'm bound by the insider trading rules, I can't trade. It's a restriction that I don't want. I don't want to be on a board, I don't want to be part of the management, because if I obey the laws, that puts me at a disadvantage for that particular company, because I'm an insider.

Les résultats de l'enquête menée par Montgomery appuient ces propos, indiquant que la nomination d'administrateurs est un des modes d'activisme les moins prisés par les investisseurs<sup>368</sup>. Ainsi, à l'exception de la Caisse de dépôt qui nomme des représentants au conseil d'administration de nombreuses compagnies, très peu d'investisseurs institutionnels désignent des représentants à ce poste<sup>369</sup>.

<sup>365</sup> Jean-Claude Delorme, un ancien président et directeur général de la Caisse de dépôt, reconnaissait ceci devant le groupe de travail sur la régie d'entreprise : «[I]t is true that institutional investors obtain comprehensive information through the meetings they have regularly with management». *Fascicule No. 4, supra* note 224.

<sup>366</sup> Dans son étude, Montgomery note que le risque de délits d'initiés est la seconde plus importante contrainte limitant l'activisme des caisses de retraite publiques. Montgomery, «Survey», *supra* note 31 à la p. 10.

<sup>367</sup> Les dirigeants des entreprises, conscients des risques de délits d'initiés, évitent de divulguer des informations encore inconnues du public, selon Jean-Claude Delorme, ancien président et directeur général de la Caisse de dépôt : «Corporate executives are usually cautious enough not to disclose information to institutional investors in private meetings that they would not disclose to financial analysts in meetings or at the road shows they have with other investors in the market.» Voir *Fascicule n° 4, supra* note 224 ; *Fascicule n° 5, supra* note 208 ; *Fascicule n° 6, supra* note 210.

<sup>368</sup> Montgomery, «Market Shift», *supra* note 13 aux pp. 195-96.

<sup>369</sup> Caisse de dépôt et placement du Québec, *Politique et sommaire des principes régissant l'exercice du droit de vote de la Caisse de dépôt et placement du Québec, supra* note 52 à la p. 2 ; M. Tremblay et R. Le Cours, «Ils ont marié la Caisse» *La Presse [de Montréal]* (4 mai 1993) C2.

En outre, la réglementation relative aux initiés peut influencer sur l'action collective. Rappelons que l'action collective est un mode d'intervention où les investisseurs s'associent entre eux, de manière plus ou moins officielle, dans le but d'exercer des pressions à l'égard des entreprises. Selon certains auteurs, cette réglementation agit de manière à compromettre la formation de coalitions d'investisseurs nécessaires à l'action collective<sup>370</sup>. Les investisseurs institutionnels qui s'associent entre eux afin d'intervenir à l'égard des entreprises risquent d'être considérés comme des initiés et d'être tenus à des obligations coûteuses en temps et en argent, pour le motif qu'ils contrôlent ou dirigent au moins 10% des votes dont sont assortis les titres de la compagnie. En raison de ce risque, les investisseurs institutionnels évitent de se concerter dans un cadre trop formel<sup>371</sup>.

Susceptibles également de freiner l'action collective des investisseurs institutionnels sont les règles relatives aux offres publiques d'achat<sup>372</sup>. Les investisseurs institutionnels qui choisissent de se concerter au sujet d'une entreprise dont ils sont actionnaires peuvent déclencher l'application de ces règles en raison de l'étendue de la définition de la notion d'allié<sup>373</sup>. Plus particulièrement, les investisseurs qui s'entendent entre eux pour exercer leurs droits de vote dans un sens donné peuvent être considérés comme agissant de concert et être qualifiés d'alliés les uns des autres<sup>374</sup>. Il peut en aller de même pour les investisseurs qui se concertent pour élire des administrateurs si leur concertation mène à des engagements réciproques de voter en faveur de certains candidats<sup>375</sup>.

Le respect de la réglementation relative aux OPA impose des coûts pour les investisseurs qui y sont assujettis, en plus de limiter considérablement leur possibilité de disposer de leurs titres<sup>376</sup>. L'impact de la réglementation ne devrait toutefois pas être surestimé. Lors des entrevues que nous avons menées, cette réglementation n'a été critiquée que par une seule des personnes interrogées. En l'occurrence, il s'agissait du représentant du *Fonds mutuel A* qui, contrairement à la majorité des autres interlocuteurs, possède une bonne formation juridique et est donc en mesure de mieux évaluer le contenu et les effets potentiels de la réglementation.

Si l'impact potentiel des règles relatives aux OPA sur l'action collective paraît équivoque, il en va autrement pour la réglementation de la sollicitation des procurations. Celle-ci fait l'objet de critiques tant de la part des auteurs que des participants au marché, qui soutiennent qu'elle compromet la coordination des interventions des in-

---

Teachers et la caisse de retraite du CN nomment certains administrateurs. Voir Montgomery et Leighton, «The Unseen Revolution is Here», *supra* note 5 à la p. 48.

<sup>370</sup> Black, «Shareholder Passivity», *supra* note 24 ; MacIntosh, «Role of Institutional Investors», *supra* note 16.

<sup>371</sup> MacIntosh, *ibid.* aux pp. 398-99. Voir aussi E.J. Waitzer, «Are Institutional Investors Really Impacting Corporate Governance», (1991) 4 Can. Inv. Rev. 9 à la p. 10.

<sup>372</sup> Voir *supra* note 339 et texte correspondant.

<sup>373</sup> MacIntosh, «Role of Institutional Investors», *supra* note 16 à la p. 404.

<sup>374</sup> Voir en ce sens l'*Avis du comité consultatif*, *supra* note 345.

<sup>375</sup> *Ibid.*

<sup>376</sup> MacIntosh, «Role of Institutional Investors», *supra* note 16 à la p. 404.

vestisseurs institutionnels<sup>377</sup> ; elle inciterait les investisseurs à éviter de communiquer entre eux lorsqu'ils envisagent d'effectuer une intervention, afin que ces communications ne soient pas qualifiées de sollicitations de procurations. Les propos tenus par le président et directeur général de Teachers, Claude Lamoureux, résument la teneur des critiques adressées au régime des procurations :

The Canadian proxy rules [...] create substantial barriers to this kind of continued, informal communications among shareholders. As a result, they reduce the effectiveness of the oversight process. The result is detrimental to shareholders, corporations, and the integrity of the process itself.

Shareholders are significantly restricted in their ability to voice opinion to each other, discuss views and concerns, or discuss possible remedies, without first preparing a dissident proxy circular. The result is that shareholders, who would otherwise work in cooperation with each other and with management, are pushed into isolation. They conduct their activities alone and guard against slips in communication that could be argued to be proxy solicitation<sup>378</sup>.

Bien que l'enquête de Montgomery soit silencieuse à l'égard de l'impact de la réglementation de la sollicitation des procurations sur l'activisme des investisseurs institutionnels, les discussions que nous avons tenues avec les institutions nous ont permis de constater que le régime des procurations actuel exerçait une influence réelle sur leur activisme. En réponse à une question visant à déterminer si son institution agissait avec les autres investisseurs concernant les «pilules empoisonnées» mises en place par les compagnies, la vice-présidente de la *Caisse publique B* précise que son institution communique rarement avec d'autres gestionnaires, de crainte de contrevenir aux règles en matière de sollicitation des procurations : «[w]e have pretty strict rules against soliciting votes from other funds and so we are very careful not to do that [acting collectively]. Fairvest does act as an intermediary in such instances, to get input from a lot of people. They publish their 'Alerts' and obviously a lot of people have a look at those»<sup>379</sup>.

Comme l'illustrent ces commentaires, les investisseurs institutionnels désirent éviter l'application du régime des procurations et font preuve d'une grande prudence. Ceci nuit à l'action collective, mode d'activisme qui requiert un certain degré de communication entre les investisseurs afin qu'ils puissent organiser leur intervention. Malgré l'effet inhibiteur du régime des procurations sur l'activisme des investisseurs, l'action collective constitue le second mode d'activisme le plus important selon les investisseurs interrogés par Montgomery<sup>380</sup>. Il faut donc croire que la réglementation de la

<sup>377</sup> Black, «Shareholder Passivity», *supra* note 24 aux pp. 536-41 ; MacIntosh, *ibid.* Sur la définition de sollicitation de procurations voir *supra* notes 352-53 et texte correspondant.

<sup>378</sup> Sénat du Canada, Comité sur les banques et le commerce, Groupe de travail sur la régie des sociétés, *Fascicule No. 6*, *supra* note 210. C. McCall, «Shareholder Communications in the U.S. and Canada», (1992) 4:4 Corp. Gov. Rev. 12 à la p. 14. Voir aussi Black, *ibid.* à la p. 536 ; MacIntosh, *ibid.* aux pp. 388-89.

<sup>379</sup> Par exemple, au cours de l'année 1995, dans le cadre de son service d'analyse de procurations, Fairvest a diffusé 48 avis, appelés «Shareholder Alerts», concernant les «pilules empoisonnées». Voir à ce sujet McCall, *supra* note 42.

<sup>380</sup> Montgomery, «Market Shift», *supra* note 13 à la p. 195.

sollicitation des procurations n'empêche pas toute forme d'action collective, mais que ce mode d'intervention pourrait avoir une envergure plus importante si le régime était libéralisé, comme le propose Industrie Canada.

Dans ce qui précède, nous avons examiné certains effets potentiels des plus importantes barrières légales à l'activisme des investisseurs institutionnels identifiées par la littérature. Sans être exhaustive, cette analyse, qui ne désavoue pas entièrement la thèse de la surréglementation, tente de placer en perspective l'ampleur de l'impact de ces barrières. Leur effet paraît varier en intensité selon leur nature, les divers modes d'activisme employés et les investisseurs en cause. Ainsi, la passivité et l'activisme des investisseurs institutionnels ne peuvent être expliqués en ayant recours uniquement au cadre réglementaire dans lequel ils agissent. En raison de la diversité des facteurs d'influence, l'image qui ressort de ce tableau défie donc les efforts de systématisation de la thèse de la surréglementation.

## Conclusion

Au cours des dernières décennies, les investisseurs institutionnels sont devenus les participants les plus importants du marché des valeurs mobilières canadien. Ils effectuent la majorité des transactions sur les marchés boursiers du pays et détiennent une portion importante et toujours croissante des actions des compagnies publiques, remplaçant progressivement les épargnants individuels comme principaux actionnaires. Ainsi, les titres des compagnies publiques sont désormais concentrés en grande partie entre les mains d'institutions financières qui détiennent une expertise et une envergure économique supérieures à celles de la plupart des épargnants individuels.

La transformation de l'actionnariat des compagnies publiques a entraîné une modification de la dynamique de leurs relations internes. En effet, l'institutionnalisation du marché des valeurs mobilières a été accompagnée d'un plus grand activisme des investisseurs institutionnels à l'égard des compagnies dans lesquelles ils investissent. Comme en ont fait état la presse et les revues spécialisées au cours des quinze dernières années, les investisseurs institutionnels sont devenus graduellement des acteurs importants dans le contexte corporatif, à mesure qu'ils ont délaissé l'attitude passive qui les caractérisait traditionnellement pour déployer des efforts en vue de maximiser le rendement de leurs investissements ou de promouvoir des objectifs collatéraux de nature politique, économique ou sociale.

L'activisme des investisseurs institutionnels est un phénomène complexe qui englobe une réalité aux multiples facettes. Il se manifeste par différents modes d'intervention plus ou moins visibles, allant d'une surveillance limitée des compagnies à un contrôle relativement élevé, dont l'objectif est d'influencer et de remettre en question la gouvernance des entreprises. Son étendue est difficile à circonscrire puisque les apparences de passivité et d'activisme dépendent des modes d'intervention privilégiés, de l'information que divulguent les acteurs, de même que de la publicité donnée à leurs activités. À cet égard, il faut souligner que la couverture médiatique donne une impression tronquée de la réalité en ce qu'elle ne rapporte généralement que les formes les plus visibles d'activisme. Or, comme nous avons pu le constater, de nombreuses

institutions préfèrent agir de manière discrète et emploient des modes d'intervention officiels que ne peuvent percevoir les observateurs externes. Dans ce contexte, il est difficile d'identifier les investisseurs activistes et de cerner la nature et l'ampleur de leurs interventions.

La complexité du phénomène découle également de la diversité des institutions en présence et des facteurs susceptibles d'influencer leur comportement. Dans une volonté de systématisation, des auteurs ont proposé différents modèles qui tentent d'expliquer le comportement actif ou passif des investisseurs institutionnels. La thèse de la surréglementation a été avancée par les auteurs qui soutiennent que les investisseurs institutionnels font face à des contraintes réglementaires importantes limitant leur interventionnisme et les incitant à conserver une attitude passive. D'autres auteurs font valoir que les contraintes réglementaires n'exercent pas une influence déterminante sur l'activisme des investisseurs institutionnels et soutiennent que ce sont plutôt des entraves de nature économique et organisationnelle qui les freinent. Ces modèles, qui fournissent un cadre analytique très riche, identifient avec justesse les principaux facteurs pouvant influencer sur le comportement des investisseurs institutionnels. Toutefois, la polarisation du débat sur cette question a empêché jusqu'à présent la présentation d'une approche plus globale qui rendrait compte des réalités de ce phénomène. La présente étude a tenté de remédier à cette lacune en abordant le phénomène de l'activisme sous un angle empirique et anecdotique, permettant une meilleure compréhension des facteurs qui influencent le comportement des investisseurs institutionnels dans leurs relations en tant qu'actionnaires des compagnies publiques.

Nous avons vu que les investisseurs institutionnels, qu'ils soient passifs ou actifs, poursuivent le même objectif dans le cadre de leur mandat de gestionnaires de portefeuille, à savoir maximiser le rendement des investissements gérés. Cependant, comme l'ont indiqué les entrevues que nous avons réalisées, tous n'ont pas la même vision des éléments constitutifs de leur mandat, ni de la méthode appropriée pour mettre en oeuvre cet objectif. Selon la perception de leur mandat, les investisseurs adoptent une attitude plus ou moins active dans leurs relations avec les entreprises dans lesquelles ils investissent. Divers facteurs interagissent pour moduler la perception que les investisseurs institutionnels ont de leur mandat et faire en sorte que ceux-ci se considèrent soit comme des gestionnaires de portefeuilles, soit comme des propriétaires d'actions ou des dirigeants d'entreprise. Parmi ces facteurs, l'existence d'investissements significatifs dans des compagnies particulières exerce une influence déterminante. Les investisseurs qui détiennent de tels investissements ont tendance à se percevoir non pas uniquement comme des gestionnaires de fonds, mais également comme des propriétaires qui doivent effectuer un travail de supervision des politiques et des décisions importantes de la compagnie. À cet égard, la difficulté, voire l'impossibilité de disposer des placements significatifs ne peut qu'engendrer la loyauté des investisseurs et un activisme plus marqué. Dans une moindre mesure, les objectifs collatéraux que certains investisseurs doivent poursuivre, ainsi que les devoirs fiduciaires qui leur sont imposés à titre de gestionnaires de portefeuille peuvent également les amener à exercer un droit de regard sur l'administration des compagnies.

Nos recherches révèlent cependant que ce sont surtout les investisseurs institutionnels du secteur public qui possèdent des placements importants dans des compagnies particulières. Il n'est donc pas étonnant que ce soit eux qui apparaissent jusqu'à présent comme les plus interventionnistes. S'il faut reconnaître que les investisseurs institutionnels privés n'ont pas la taille d'institutions publiques telles la Caisse de dépôt et placement du Québec, OMERS ou Teachers, ce sont surtout la perception de leur mandat, leurs pratiques d'investissement et leur préférence pour des placements liquides qui limitent leur désir d'effectuer des placements significatifs. Contrairement à ce que soutiennent les tenants de la thèse de la surréglementation, les contraintes réglementaires directes limitant la concentration des investissements semblent avoir un rôle mineur à cet égard. Les seuils établis par la réglementation ont beau permettre aux investisseurs d'acquérir des participations importantes dans des entreprises particulières, ces derniers évitent de le faire, même lorsqu'ils investissent une portion significative de leurs actifs en actions.

Le regard particulier posé sur la Caisse de dépôt, OMERS et Teachers a permis de faire ressortir l'influence des investissements significatifs sur le comportement des investisseurs. Ces trois institutions, qui gèrent des actifs considérables, sont contraintes de concentrer leurs placements chez certaines compagnies en raison de la petite taille du marché canadien dans lequel elles doivent réaliser la plus grande partie de leurs investissements en actions. Ainsi, elles détiennent des placements importants dans des centaines de compagnies canadiennes, ce qui influe sur leurs relations avec ces dernières et contribue à faire d'elles une force dominante qui a favorisé l'émergence de l'activisme des investisseurs institutionnels au Canada.

La détention d'investissements significatifs peut entraîner une confusion de rôles entre les dirigeants et les propriétaires d'actions. En effet, les investissements de cette nature sont propices à l'établissement de relations étroites entre les investisseurs et les dirigeants, lesquelles peuvent s'apparenter à une forme de partenariat. D'intensité variable, ces relations peuvent se traduire par des interventions allant d'une supervision de la gestion des affaires des entreprises à des activités de contrôle qui relèvent de la fonction de dirigeants. L'ampleur de la confusion de rôles qui est susceptible de résulter demeure cependant difficile à évaluer puisque, comme nous avons pu le constater dans nos entrevues, les institutions placées dans des situations semblables craignent de révéler la nature exacte de leurs relations, comme si la légitimité de leurs actions était alors mise en doute.

La taille des placements ressort donc de notre étude comme un facteur qui a un effet marquant sur le comportement des investisseurs institutionnels. Il s'en faut toutefois de beaucoup pour que la présence de ce facteur constitue le gage d'une attitude activiste. En effet, dans le cadre de leurs relations avec les entreprises dans lesquelles ils investissent, les gestionnaires font preuve d'une approche pragmatique qui les porte à évaluer l'opportunité de leurs actions en fonction des bénéfices qui peuvent en résulter au profit du patrimoine géré, ainsi que des coûts engendrés par les interventions, incluant les ressources et le temps dont ils disposent pour ce type d'actions. À cet égard, comme l'ont indiqué nos entrevues, l'importance de l'investissement en cause joue un rôle primordial, puisque la rentabilité des interventions est proportionnelle à la taille

des investissements, mais l'impact de ce facteur varie selon chacune des situations, en fonction de l'effet des autres variables.

L'approche pragmatique privilégiée par les investisseurs institutionnels influe sur les manifestations de leur activisme. Ainsi préfèrent-ils intervenir dans les situations où ils ont la certitude du caractère profitable de leurs actions, comme dans les situations d'abus, d'iniquité, ou encore dans le cas de décisions stratégiques ou de changements structurels importants risquant d'affecter la valeur de leurs portefeuilles. Au Canada, les interventions visant ce type de situations sont d'ailleurs facilitées par une réglementation imposant l'approbation préalable des investisseurs. Toutefois, les interventions qui visent la modification de la structure et de la composition des conseils d'administration demeurent plutôt rares, en raison de l'incertitude des effets de ces modifications sur le rendement des compagnies. Nos entrevues nous ont néanmoins permis de constater que les investisseurs font une distinction entre les questions de routine qui représentent la grande majorité des propositions soumises et les questions controversées, à l'égard desquelles ils portent une attention particulière.

Les investisseurs institutionnels subissent également les effets d'influences externes qui peuvent freiner ou favoriser leur activisme. La vive concurrence à laquelle sont assujettis les gestionnaires de portefeuilles est une force majeure influant sur leur comportement. La concurrence se fait particulièrement sentir lors de l'évaluation du rendement des gestionnaires, qui constitue leur principale préoccupation. Cette évaluation ne s'effectue pas en termes absolus, mais plutôt de façon relative, en comparant le rendement de l'un par rapport aux autres concurrents de l'industrie, ou en regard de certains indicateurs du marché. Dans ce contexte, les gestionnaires de portefeuilles peuvent être réticents à investir des ressources pour surveiller les compagnies et intervenir auprès d'elles, puisque les bénéfices découlant de ces interventions profitent à l'ensemble des investisseurs<sup>381</sup>, incluant leurs concurrents auxquels leur rendement est comparé, sans qu'ils aient à en supporter les coûts.

L'effet inhibiteur de la méthode d'évaluation comparative du rendement sur l'activisme des investisseurs perd toutefois de son importance lorsque l'intervention est susceptible de procurer des gains qui excèdent les coûts. Il en ira ainsi lorsque les investisseurs détiennent des placements significatifs ou lorsque des coalitions d'investisseurs peuvent être formées pour répartir les coûts d'intervention. À cet égard, notre analyse a montré que les entraves légales à l'activisme des investisseurs institutionnels peuvent poser un frein à l'action collective, mais que ces barrières n'ont pas un effet aussi draconien sur la formation de coalitions d'investisseurs que le suggère la thèse de la surréglementation.

Si la concurrence qui existe au sein de l'industrie de la gestion de portefeuille enjoint les investisseurs à maximiser le rendement des fonds qui leur sont confiés, elle les incite également à faire preuve de prudence dans leurs relations avec les entreprises afin de ne pas faire fuir des clients potentiels ou actuels parmi ces entreprises. Or, les investisseurs institutionnels peuvent entretenir des relations d'affaires avec les compagnies qui composent leur portefeuille, ce qui les place en situation de conflit d'intérêts

---

<sup>381</sup> Les bénéfices profitent également à l'indice de référence auquel sont comparés les investisseurs.

lorsqu'ils doivent décider de l'opportunité d'une intervention. Ils doivent alors choisir entre leur désir de préserver les relations commerciales avec leur clientèle et leur devoir de maximiser le rendement de leur portefeuille. À ce sujet, nous avons vu que le risque de perdre des occasions d'affaires en raison d'une attitude active est particulièrement élevé au Canada, où la communauté d'affaires ressemble à une grande famille. Les liens étroits qui existent au sein du milieu des affaires peuvent étendre les conséquences négatives d'une détérioration des relations commerciales des investisseurs aux filiales et alliés de la compagnie en cause. Ainsi, les investisseurs sont réticents à indisposer les dirigeants d'entreprises en critiquant la manière dont les compagnies sont administrées ou en exigeant des modifications à leur gouverne.

Les entrevues que nous avons réalisées ont donc révélé que les conséquences de l'activisme sur les affaires des investisseurs représentent une préoccupation importante pour les investisseurs du secteur privé ; ceci permet d'expliquer en partie la différence de comportement entre ces derniers et les investisseurs du secteur public, dont la clientèle est assurée. Appelés à oeuvrer dans une communauté «tissée serrée», les investisseurs du secteur privé préfèrent agir dans un esprit de collaboration avec les entreprises et intervenir de façon discrète, afin de pas indisposer les entreprises dans lesquelles ils investissent, plutôt que de réaliser des interventions directes comme le font parfois ceux du secteur public. De même, ils préfèrent conserver l'anonymat et s'adressent aux organisations intermédiaires lorsqu'ils jugent opportun d'intervenir auprès d'une entreprise, alors que les investisseurs du secteur public font preuve de moins de réticence à manifester publiquement leur désaccord avec les dirigeants des entreprises. Les investisseurs institutionnels du secteur public sont néanmoins soucieux de l'image qu'ils projettent, et mesurent soigneusement l'impact de leurs interventions ; ils préfèrent dialoguer directement mais discrètement avec la direction des entreprises plutôt que d'intervenir sur la place publique, sauf lorsque cette première méthode s'avère infructueuse.

En somme, nous pouvons constater que l'activisme des investisseurs institutionnels est un phénomène complexe qui défie les efforts de systématisation en raison de la multitude de facteurs qui influencent le comportement des investisseurs. Ainsi, tout en reconnaissant l'intérêt des deux principales thèses avancées pour expliquer le comportement plus ou moins actif des investisseurs institutionnels, il faut noter que l'analyse des données présentées dans la présente étude invite à la prudence face aux recommandations de ces thèses. Il en va particulièrement ainsi pour la thèse de la surréglementation, dont la valeur explicative apparaît considérablement mitigée.

La prudence est d'autant plus de mise que la valeur de l'activisme des investisseurs institutionnels demeure ambiguë selon les chercheurs en économie financière. Récemment, le maillage entre les secteurs financier et non financier de l'économie a d'ailleurs fait l'objet de critiques qui questionnent le bien-fondé du pouvoir économique croissant que les institutions financières<sup>382</sup> acquièrent de la sorte. Au-delà de la

---

<sup>382</sup> Voir par exemple T. Corcoran, «Break up the pension giants» *The [Toronto] Globe and Mail* (2 février 1996) B10 ; Marotte, *supra* note 6. Voir aussi Rock, «Relational Investing», *supra* note 45.

possibilité d'un monopole des institutions financières sur la propriété des entreprises<sup>383</sup>, il serait intéressant de s'interroger sur l'impact que pourrait avoir une plus grande présence des investisseurs institutionnels sur la compétitivité des entreprises. En étudiant de plus près les effets du pouvoir institutionnel sous l'angle des entreprises elles-mêmes, une telle étude pourrait examiner de quelle manière un petit groupe d'investisseurs en position de contrôle dans de nombreuses compagnies influence leur direction. Cet examen ajouterait à la compréhension de la valeur du rôle des investisseurs institutionnels au sein de la gouverne des compagnies.

---

<sup>383</sup> La possibilité d'un contrôle de la propriété des entreprises par les investisseurs institutionnels avait notamment été prévue par Drucker et Clark. Drucker, *supra* note 4 ; Clark, *supra* note 4. Le débat sur un tel monopole nous ramène curieusement à la fin du XIX<sup>ème</sup> siècle et au mouvement populiste qui craignait le pouvoir croissant des banques au sein de l'économie. Sur cette question voir *supra* notes 274 et s. et le texte correspondant.

**CAISSE DE DÉPOT ET PLACEMENT DU QUÉBEC**

| COMPAGNIE                          | PARTICIPATION |
|------------------------------------|---------------|
| AVCORP INDUSTRIES INC              | 10.1 %        |
| BIOCHEM PHARMA INC                 | 8.1 %         |
| CAMBRIDGE SHOPPING CENTRES LIMITED | 31.8 %        |
| CANAM MANAC GROUP INC              | 13.1 %        |
| DATAMARK INC                       | 7.0 %         |
| DOMTAR INC                         | 18.6 %        |
| ENERPLUS RESOURCES CORPORATION     | 20.2 %        |
| ENERPLUS RESOURCES FUND            | 20.2 %        |
| FOUR SEASONS HOTELS INC            | 10.0 %        |
| G.T.C. TRANSCONTINENTAL GROUP LTD  | 6.4 %         |
| HEROUX INC                         | 16.8 %        |
| INCO LIMITED                       | 6.0 %         |
| LAIDLAW INC                        | 10.7 %        |
| LE GROUPE VIDEOTRON LTEE           | 17.3 %        |
| LOGISTEC CORPORATION               | 13.9 %        |
| NORTH WEST COMPANY INC             | 10.5 %        |
| POWER FINANCIAL CORPORATION        | 10.8 %        |
| PROVIGO INC                        | 36.7 %        |
| QUEBECOR PRINTING INC              | 18.3 %        |
| SCEPTRE RESOURCES LIMITED          | 14.3 %        |
| SCOTT'S HOSPITALITY INC            | 6.5 %         |
| SOCANAV INC                        | 29.7 %        |
| SODISCO-HOWDEN GROUP INC           | 21.0 %        |
| TECK CORPORATION                   | 11.0 %        |
| TELEGLOBE INC                      | 16.4 %        |
| UNITED WESTBURNE INDUSTRIES LTD    | 11.0 %        |
| WESTBURNE INC                      | 7.8 %         |

Source : Banque de données Disclosure, avril 1996.

**OMERS**

| COMPAGNIE                       | PARTICIPATION |
|---------------------------------|---------------|
| BATON BROADCASTING INCORPORATED | 11.4 %        |
| CANADIAN MARCONI COMPANY        | 10 %          |
| CLEARNET COMMUNICATIONS INC     | 11.9 %        |
| COMPUTALOG LTD                  | 15.5 %        |
| FORTIS INC                      | 13.9 %        |
| JOHN FORSYTH COMPANY INC        | 21.1 %        |
| FPI LIMITED                     | 11.3 %        |
| HAWKER SIDDELEY CANADA INC      | 23.8 %        |
| KERR ADDISON MINES LIMITED      | 14.5 %        |
| MDS HEALTH GROUP LIMITED        | 27.4 %        |
| MOORE CORPORATION LIMITED       | 5.2 %         |
| NOWSCO WELL SERVICE LTD         | 11.6 %        |
| VITRAN CORPORATION INC          | 16.9 %        |

*Source : Banque de données Disclosure, avril 1996.*

**TEACHERS**

| COMPAGNIE                                 | PARTICIPATION |
|-------------------------------------------|---------------|
| ATS AUTOMATION TOOLING SYSTEMS INC        | 29.2 %        |
| AULT FOODS LIMITED                        | 13 %          |
| DMR GROUP INC                             | 19.9 %        |
| DOMINION TEXTILE INC                      | 10.8 %        |
| GLOBELLE CORPORATION                      | 11.6 %        |
| GREEN FOREST LUMBER CORPORATION           | 15.4 %        |
| HILLCREST RESOURCES LTD                   | 14 %          |
| INTER-CITY PRODUCTS CORPORATION           | 11 %          |
| MAPLE LEAF FOODS INC                      | 19.6 %        |
| STRONG EQUIPMENT CORPORATION              | 25.9 %        |
| WHITE ROSE CRAFTS & NURSERY SALES LIMITED | 21.2 %        |

---